

Oslo, 7. oktober 2015



## Internasjonal økonomi og aksjemarkeder

### Oppsummering

Det var en global nedgang i aksjekurser i september. Kursfallet kan henføres til geopolitisk uro kombinert med sprikende vekstforventninger og fallende råvarepriser. Samtidig var det i september nedgang i rentenivået for flere lands statspapirer. Norges Bank foretok en reduksjon av sentralbankrenten til rekordlave 0,75%. Lavere oljepris og lavere renter bidro til at verdien av NOK svekket seg ytterligere.

### Konjunkturer og råvarer

Det synes å være økende usikkerhet om både nivået og utviklingen for global økonomisk vekst. Særlig er det stor usikkerhet rundt de økonomiske data som kommer fra Kina, og hvilken økonomisk vekst som en kan forvente i tiden fremover.

OECD fremla i september en rapport om økonomiske utsikter benevnt «Interim Economic Outlook 2015», som er et korrektiv til OECDs tilsvarende juni-rapport.

I OECDs siste rapport er den globale veksten i 2015 blitt marginalt redusert til 3%, som er noe lavere enn veksten i 2014. Vekstanslagene for 2016 er blitt redusert til 3,6%.

Veksten er nå antatt å bli betydelig sterkere i USA, med hele 0,4%-poeng økning i forhold til i juni. I USA har det særlig vært god vekst i privat konsum, og den amerikanske arbeidsledigheten er kraftig redusert.

Veksten i euroområdet er antatt å være litt sterkere i forhold til anslagene i juni, men ikke like sterk som en burde kunne forvente. Av de faktorene som skal stimulere til høyere vekst i euroområdet er det særlig svekkelsen av euroen, lavere langsiktige renter og lavere oljepris som skal få gjennomslagskraft.

I motsetning til de vestlige industrialiserte landene er veksten antatt å bli vesentlig svakere i Brasil og noen andre land med fremvoksende økonomi og/eller råvareproduksjon. Denne nedbremsingen blir til dels forklart med endrede vekstutsikter for Kina.

OECD antar at veksten i Kina bare er blitt redusert med -0,1% -poeng i forhold til juni-anslaget, og nytt anslag er nå satt til 6,7%. Den største usikkerheten for prognosene om global økonomisk vekst i tiden fremover kretser rundt motstridende og usikre anslag for Kina.

Imidlertid skal en merke seg at Kina neste år skal ta fatt på en ny såkalt 5-års plan, som vil kunne ta sikte på å revitalisere vekstutsiktene. Den nye 5-års planen vil også kunne endre hvilke områder av den kinesiske økonomien som særlig vil få oppmerksomhet og ressurser til vekst. Det er således mulig at vekstutsiktene for Kina for tiden kan bli undervurdert.

I hovedsak var det nedgang i de internasjonale prisene for de fleste råvarer i september. Rogers internasjonale råvareindeks falt med -4,5% i USD i september. Indeksen er nå redusert med -18,1% i USD i forhold til

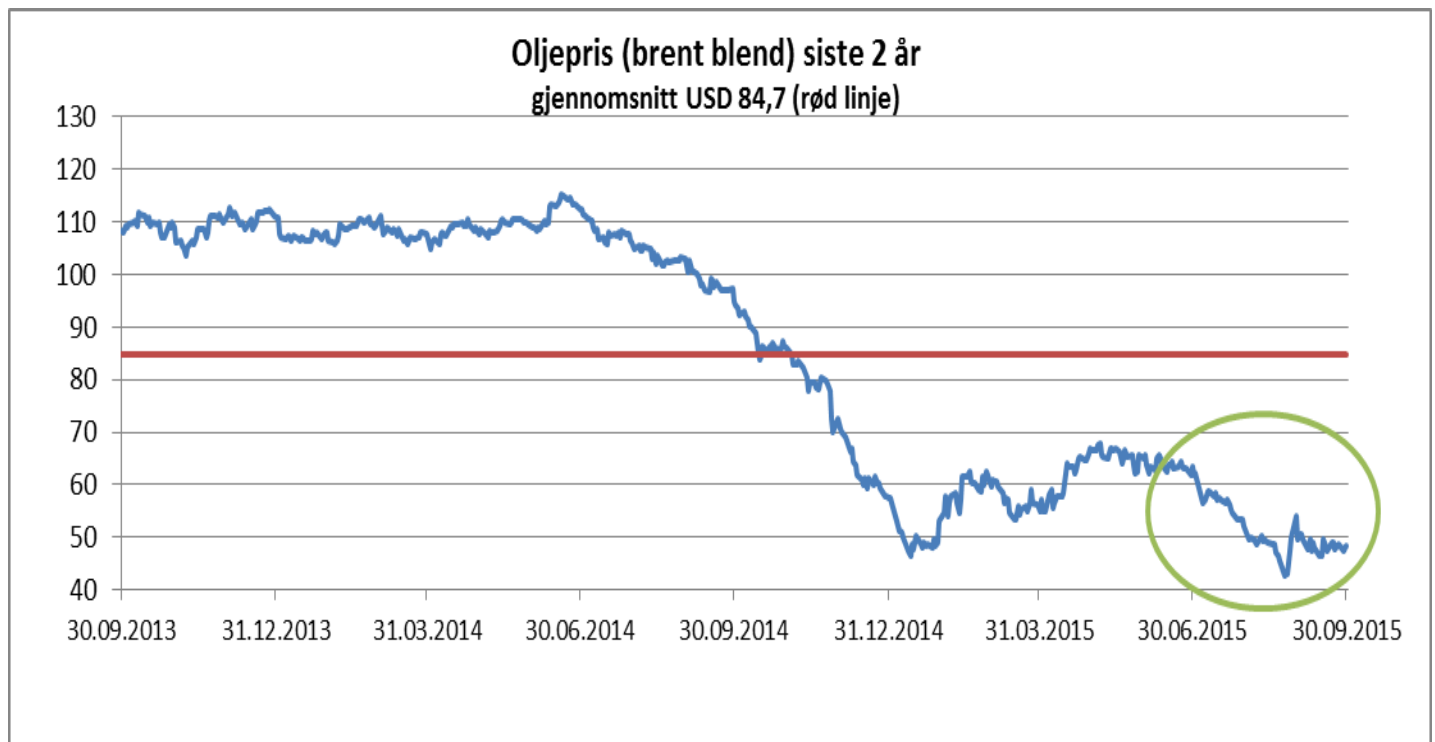
prisene ved årets start. I NOK er nedgangen i råvarepriser imidlertid bare -6%.

Svakere kinesisk import anses å være en av hovedforklaringene for avmatningen i global handel og fallet i råvareprisene. Imidlertid må en ikke glemme at det er blitt et økende tilbud av enkelte råvarer som følge av at det har skjedd store investeringer i ny produksjonskapasitet.

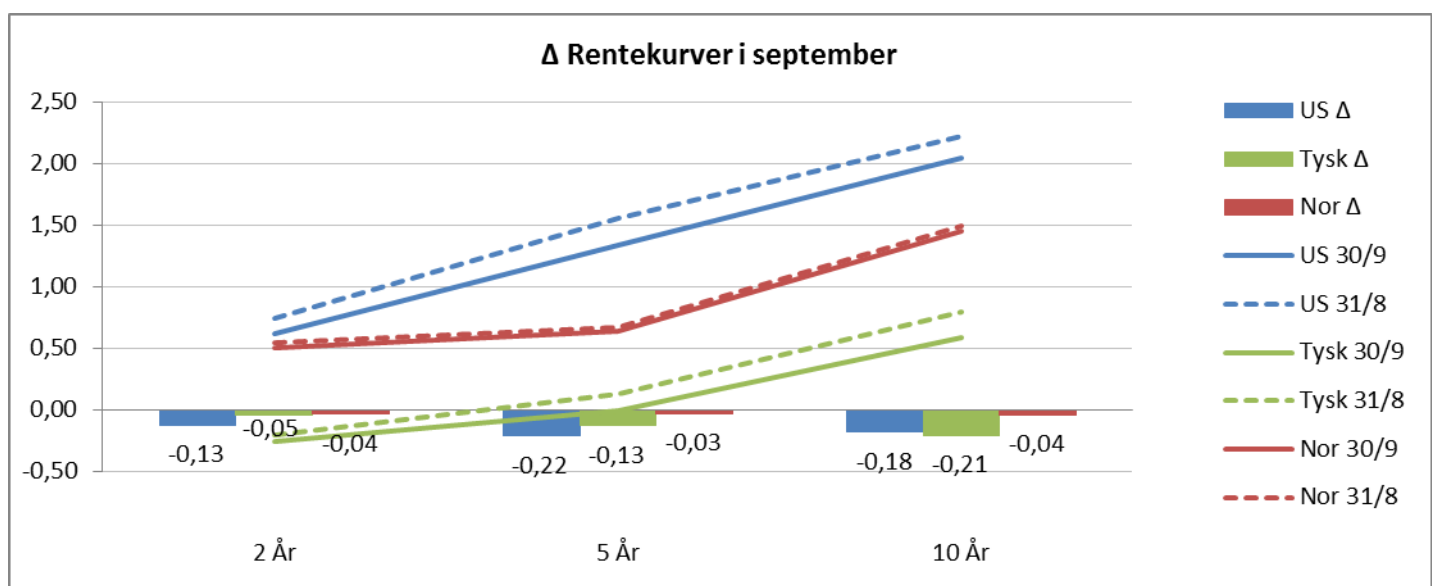
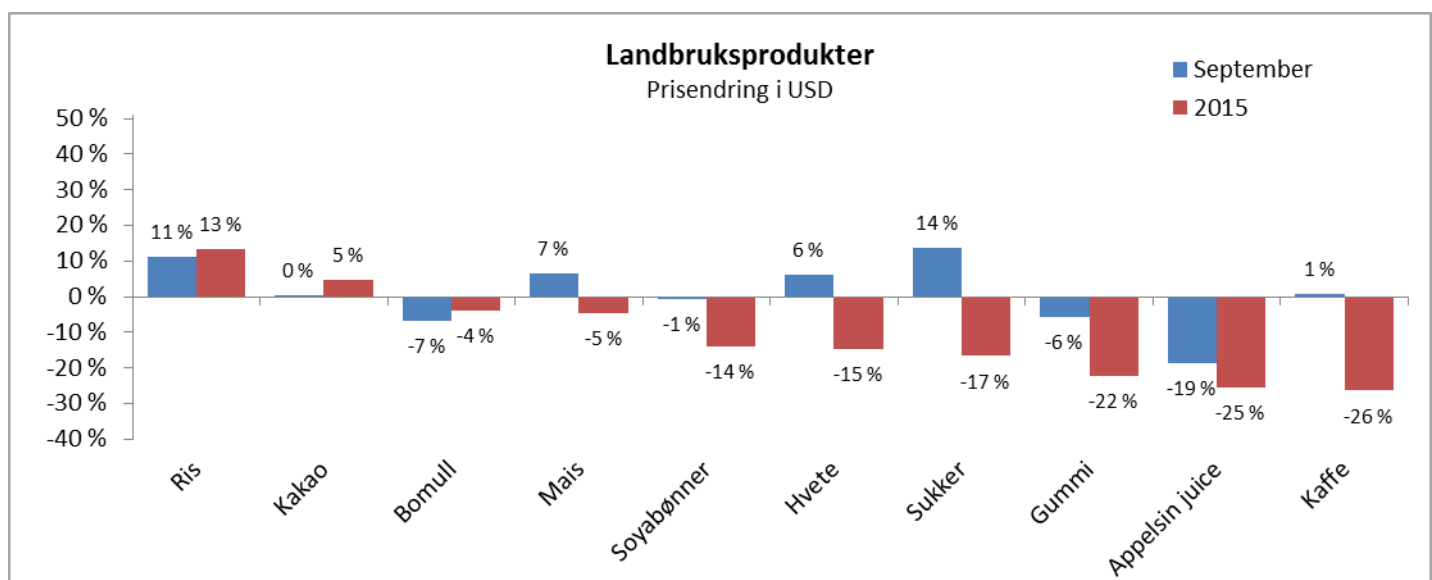
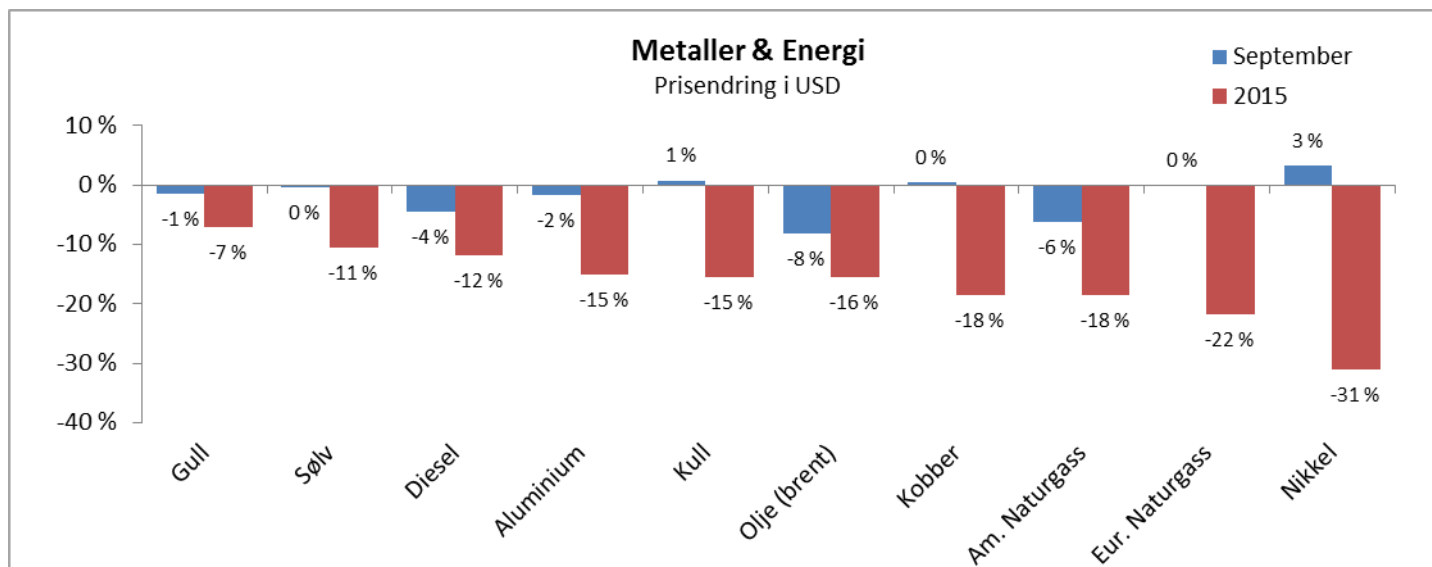
I september var det et stort fall i prisene på råolje. Prisen på Brent-oljen falt med -10,7% til drøye 48 USD pr. fat. Ved utgangen av september var oljeprisen -16,5% lavere enn ved årets start (i USD). Regnet i NOK har oljeprisen falt med bare -4,2% fra årsskiftet.

For de fleste råvarer innenfor gruppen metaller og energi var det prisnedgang i september. Til tross for økende geopolitisk uro falt gullprisen regnet i USD.

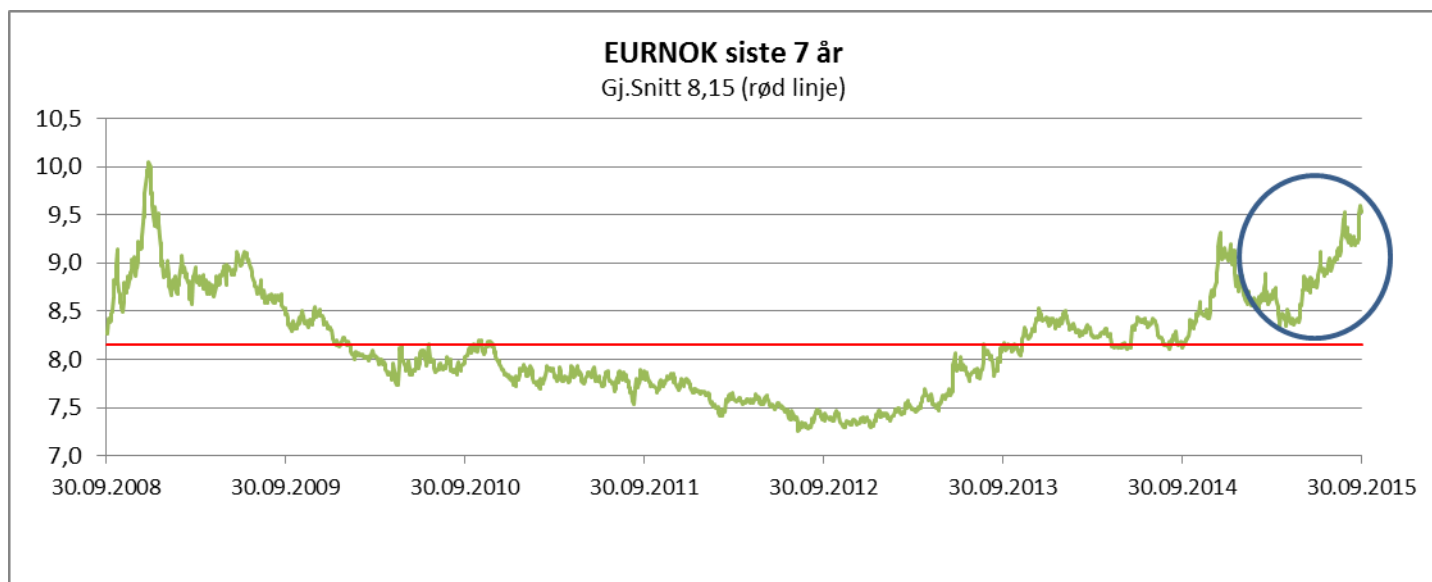
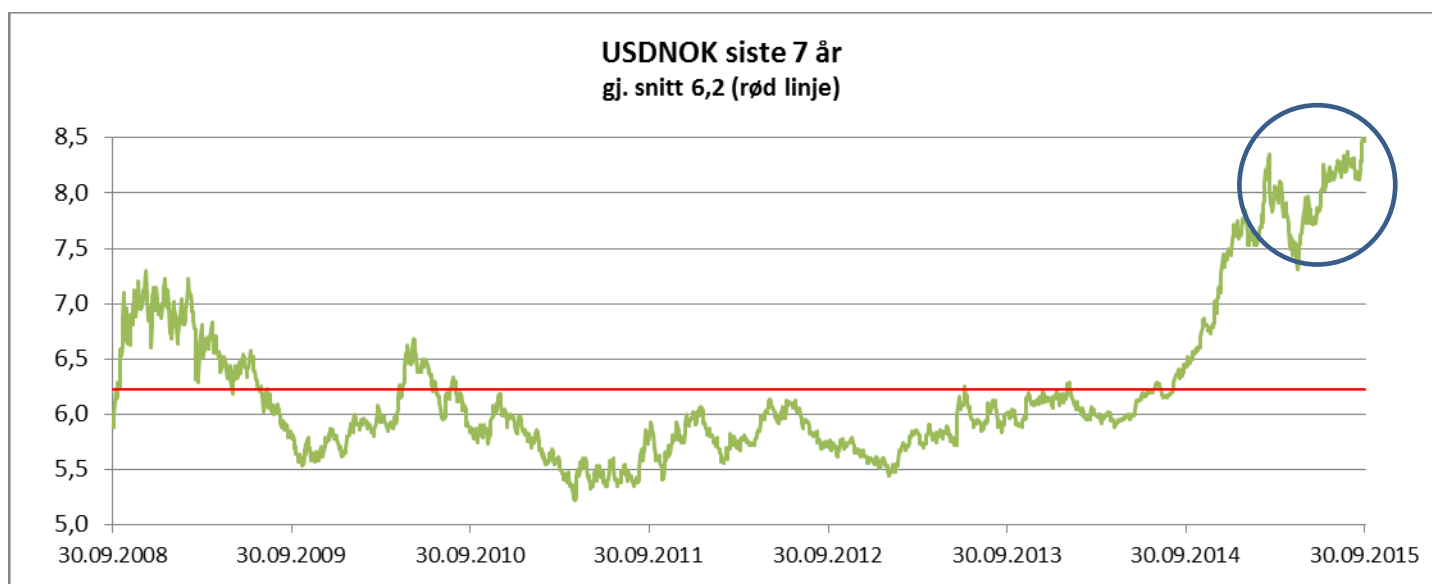
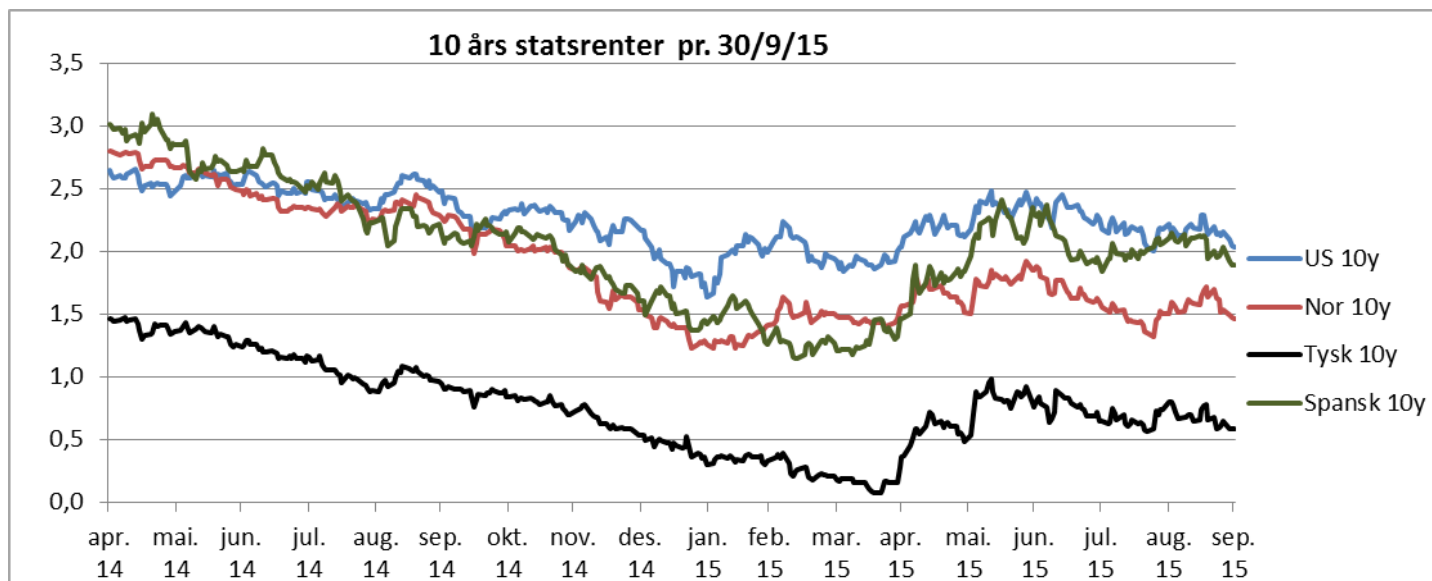
Innenfor landbruksvareproduktene var prisutviklingen noe mer blandet. Vi kan særlig merke oss at det skjedde en prisoppgang for ris, som også er en av de få råvarene som har steget i pris siden årsskiftet.



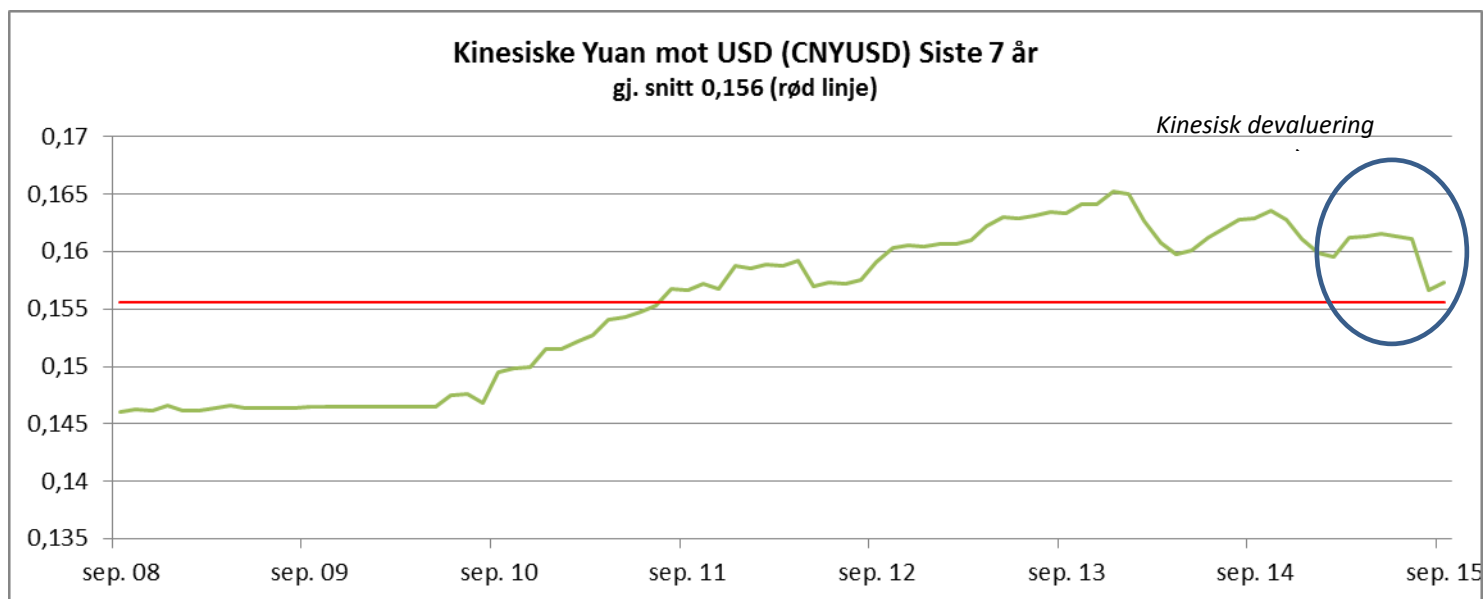
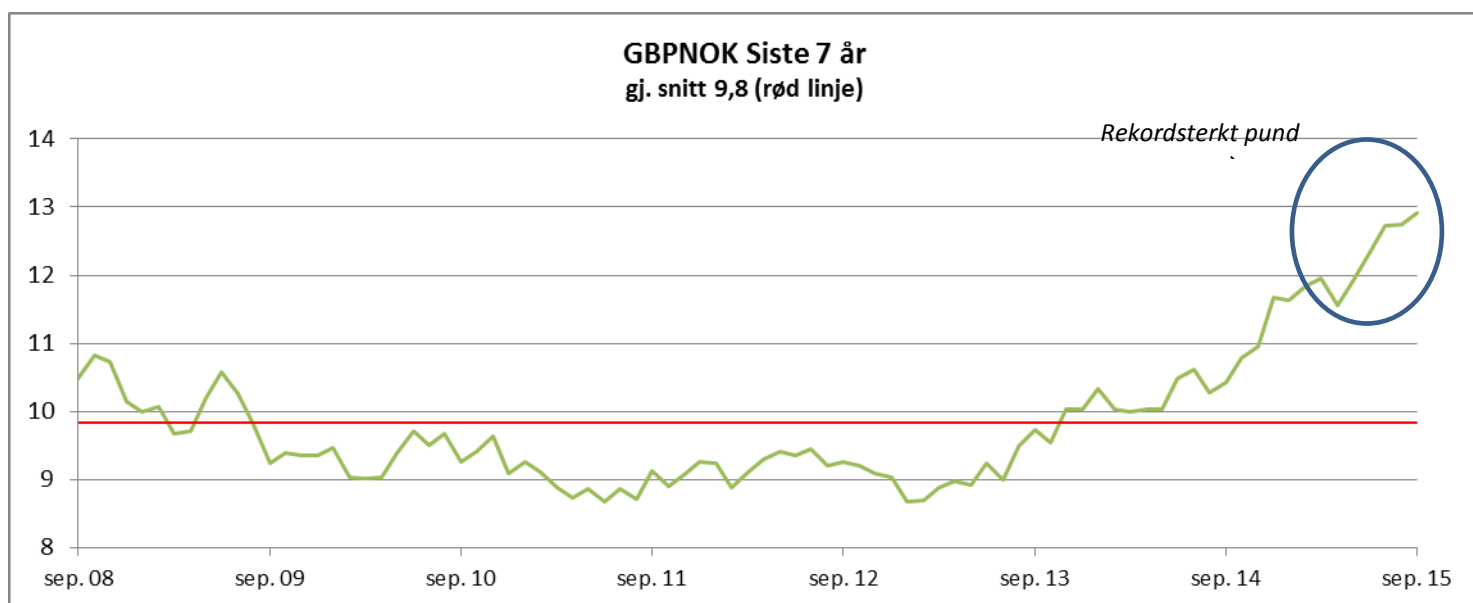
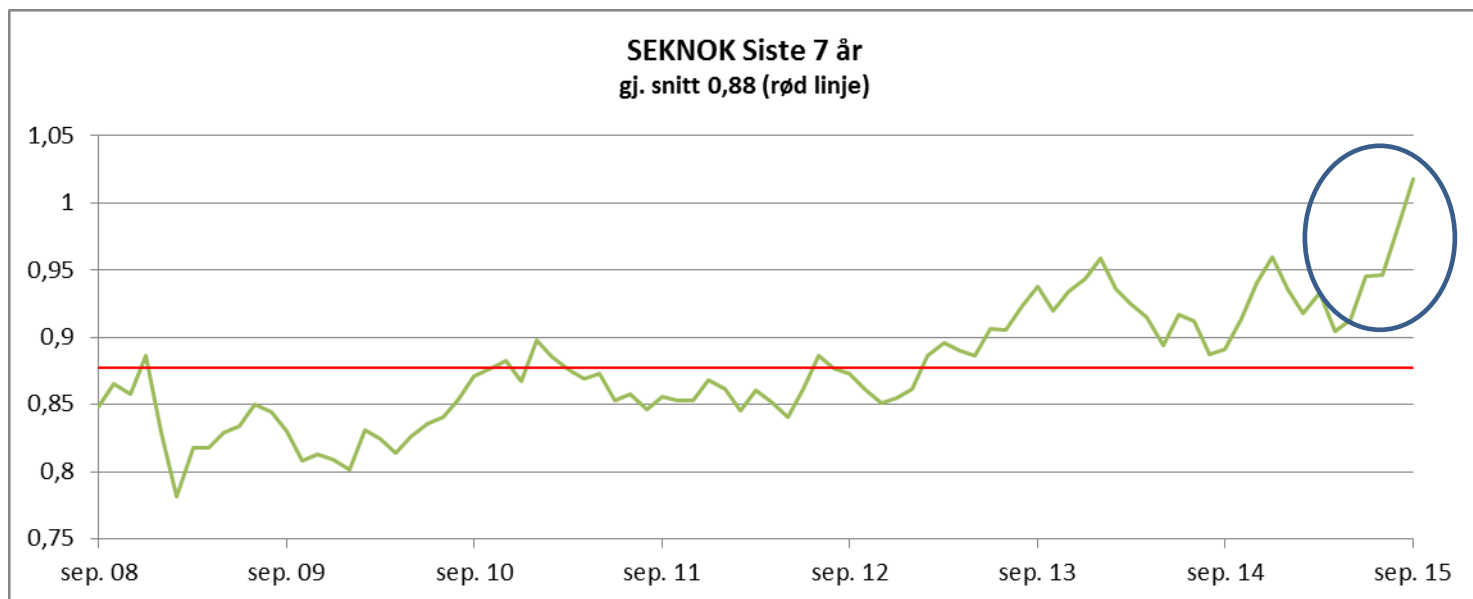
Kilde: Bloomberg



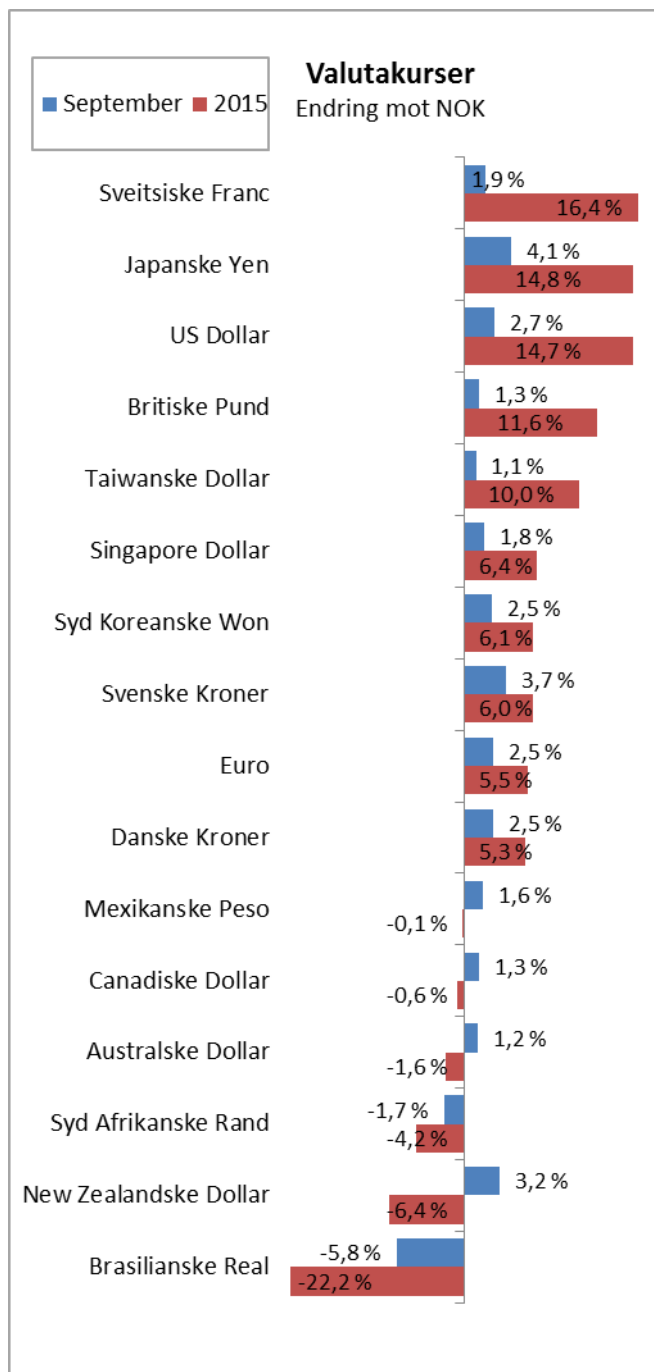
Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg



| Sentrale rentenivåer (pr.30.9.2015) |                   |              |                 |                  |
|-------------------------------------|-------------------|--------------|-----------------|------------------|
|                                     | Sentralbank rente | 3 mnd. rente | 2 års statsobl. | 10 års statsobl. |
| USA                                 | 0,25              | 0,25         | 0,63            | 2,04             |
| Tyskland                            | 0,05              | 0,05         | -0,25           | 0,59             |
| Sverige                             | -0,35             | -0,31        | -0,50           | 0,73             |
| UK                                  | 0,50              | 0,58         | 0,56            | 1,76             |
| Sveits                              | -0,75             | -0,72        | -0,76           | -0,12            |
| Norge                               | 0,75              | 1,12         | 0,55            | 1,47             |
| Japan                               | 0,01              | 0,01         | 0,02            | 0,36             |

Kilde: Bloomberg

| 10 års statsrenter |               |           |              | Δ valuta vs USD |
|--------------------|---------------|-----------|--------------|-----------------|
|                    | 30.09.2015    | Δ måned   | Δ i år (bps) |                 |
| Sveits             | -0,12 %       | -2        | -44          | 1,9 %           |
| Japan              | 0,36 %        | -2        | 3            | 0,1 %           |
| Tyskland           | 0,59 %        | -21       | 5            | -7,6 %          |
| Sverige            | 0,73 %        | 2         | -20          | -6,9 %          |
| Danmark            | 0,83 %        | -14       | -1           | -7,9 %          |
| Frankrike          | 0,98 %        | -17       | 16           | -7,6 %          |
| Canada             | 1,43 %        | -6        | -36          | -13,5 %         |
| <b>Norge</b>       | <b>1,47 %</b> | <b>-4</b> | <b>-7</b>    | <b>-12,3 %</b>  |
| Italia             | 1,72 %        | -24       | -15          | -7,6 %          |
| UK                 | 1,76 %        | -20       | 1            | -2,9 %          |
| Spania             | 1,89 %        | -22       | 29           | -7,6 %          |
| USA                | 2,04 %        | -18       | -13          |                 |
| Australia          | 2,61 %        | -6        | -13          | -14,1 %         |
| Polen              | 2,83 %        | -13       | 32           | -6,8 %          |
| Kina               | 3,25 %        | -9        | -38          | -2,4 %          |
| India              | 7,54 %        | -25       | -32          | -3,5 %          |
| Tyrkia             | 10,75 %       | 81        | 289          | -22,8 %         |
| Russland           | 10,98 %       | -62       | -200         | -11,1 %         |
| Brasil             | 15,40 %       | 114       | 304          | -33,1 %         |

Kilde: Bloomberg

### Renter og valuta

September var en måned med bred rentenedgang verden over. I USA falt rentekurven for obligasjoner med 6 måneders til 30 års løpetid med 15 til 20 rentepunkter, og fulgte således opp utviklingen fra måneden før.

Greske statsobligasjoner opplevde den største verdiøkningen i det europeiske markedet, med tilhørende kraftig rentefall. Renten på 10 års greske statsobligasjoner falt til 8%. Dette er det laveste nivået hittil i år, og også lavere enn før Syriza kom til makten og startet sine reforhandlingsforsøk.

Retningsgivende for renteutviklingen internasjonalt var det mye omtalte rentemøtet i den amerikanske sentralbanken (FED) den 17. september. Markedet hadde nedjustert forventningene om at FED skulle heve renten etter Kinas devalueringer i august. Reaksjonene ble likevel markante da rentehevingen uteble. I tillegg til å unnlate å heve renten senket FED også for tredje kvartal på rad sine renteforventninger.

Amerikanske toårige statsobligasjoner fikk følgelig den største verdiøkningen siden kvantitative lettelsener ble introdusert for seks år siden.

Det som tilsynelatende overrasket mest etter rentemøtet, var i hvilken grad sentralbanken vektla internasjonal økonomisk turbulens i forhold til den senere tids sterke utvikling i amerikansk økonomi. FEDs argumentasjon er at nedgangen i global økonomisk aktivitet, og da spesielt i Kina, ventes å legge en demper på inflasjonen i USA på kort sikt.

Forventningene om amerikansk renteheving i 2015 er nå kraftig nedjustert, men sentralbanksjef Yellen har indikert en renteheving før årsskiftet.

Også Norges Bank synes å ha hatt et dilemma i sitt rentemøte. En allerede svak krone og en inflasjon tilsvarende målsetningen, kombinert med god etterspørsel fra husholdningene og høy boligprisvekst, var alle parametere som talte for å holde renten uendret. Men sentralbanken valgte å senke styringsrenten med 25 basispunkter, i tillegg til å nedjustere rentebanen kraftig og indikere ytterligere rentekutt.

Norges Bank ser for seg lavere vekst og har nedjustert vekstanslagene for fastlandsøkonomien. Hovedårsaken synes å være at antatt svakere utsikter for oljeprisen gir svakere utsikter for oljeinvesteringene. Anslagene for registrert arbeidsledighet ble holdt uendret, samtidig som sentralbanken nedjusterte sine anslag for lønnsveksten i 2016-2018 og oppjusterte inflasjonsanslagene.

Valutamarkedet svarte med å svekke kronens verdi med mellom 2,2 og 2,8 prosent mot euro, dollar og svenske kroner. Den importveide valutakurvindeksen, I44, steg med 1,8% (svekkelse), og nådde et par dager senere det høyeste nivået siden indeksen ble innført. NOK svekket seg mot de fleste valutaer i september, men blant unntakene var (andre?) råvarevalutaer som brasilianske real og sør-afrikanske rand.

Det ble således registrert en rekordsvak verdi av NOK ved utgangen av september.

Som en kuriositet kan vi merke oss at i slutten av måneden var svenske kroner mer verdt enn norske kroner. Nå blir det forviklinger for de norske handleturene til Strømstad.

Forholdet mellom USD og euro var lite volatil i september. Verdien av JPY steg imidlertid kraftig.

Etter sentralbankens rentekutt falt også markedsnivået for fremtidige rentesatsavtaler (FRA) samtidig med 10 basispunkter.

Kredittpåslagene for selskapsobligasjoner i høyrentesegmentet steg videre i september, og da spesielt for utstedere i det norske markedet i oljeservicenæringen.

Forskjellen mellom kredittpåslagene i det norske markedet og det man observerer i resten av Europa er for tiden veldig stor. iTraxx CrossOver, en likvid europeisk kredittindeks bestående av CDSene til 75 selskaper, økte med 54 basispunkter (bps) i september til 375 bps. Til sammenligning handles Seadrill og Det norske oljeselskap i dag med et kredittpåslag på henholdsvis 1900 bps og 915 bps.

Det norske kredittmarkedet preges fortsatt av svak likviditet. Vi vurderer det slik at man nå har nådd et nivå i høyrentemarkedet som bør være attraktivt for investorer som har en mellomlang til langsiktig investeringshorisont. Vi tror ikke at utfordringene innen olje- og offshoresektoren er over innen kort tid. Man må forvente enkelte restruktureringer og reforhandlinger av betingelser i noen låneavtaler. Vi mener likevel at dagens prising tar høyde for dette. Flere obligasjonskurser indikerer et meget pessimistisk syn på en rekke selskaper, et syn som ikke gjenspeiles i samme grad i aksjemarkedet. Obligasjoner har lavere risiko enn aksjer utstedt av samme selskap. Priser man inn en høy sannsynlighet for konkurs i obligasjonene, så burde dette i en rekke tilfeller kanskje i større grad også være reflektert i aksjekursene og analytikernes kursmål. Avvikene skyldes nok i stor grad de nevnte likviditetspremiene, noe som bare styrker vår konklusjon om at en diversifisert portefølje av norske kredittobligasjoner for tiden bør være en attraktiv investering.

## Geopolitiske forhold

Å omtale geopolitiske forhold i våre markedsrapporter synes å bli en stadig mer frastøtende oppgave, hvor «ctrl. + copy» - knappene samtidig kan benyttes. Blodige borgerkriger og etniske og religiøse konflikter synes å rive flere land og regioner sønder og sammen, og i et stadig større omfang. Religion og etnisk tilhørighet virker som kitt og dynamitt på tidligere etablerte landegrensene.

Etter den såkalte arabiske våren i 2011 har store deler av Nord-Afrika og Midt-Østen stort sett sluttet å fungere, og humanitære katastrofer er resultatet. Men vi i Europa kan kanskje ikke klandre dagens deltagere i slike konflikter; uten samtidig å glemme 30-års krigen i 1618 til 1648 som ødela store deler av Europa? En kan dessverre få en ekkel følelse av at Midt-Østen for tiden er Europa for 400 år siden.

I de to siste månedene har strømmen av flyktninger fra Midt-Østen og noen andre land (Eritrea, Afghanistan m.fl.) nådd strender og jernbanestasjoner i Europa i en nesten u håndterbar og for mange urovekkende omfang. EU må kanskje revurdere noen av sine grunnleggende politiske og humanitære prinsipper. Flyktningestrømmen kan dessuten få store konsekvenser for europeisk politikk og EUs fremtid, ettersom EU-landenes holdninger til problemene er svært forskjellige.

Å oppnå en avslutning på borgerkrigen i Syria kan nå kanskje synes enda vanskeligere ettersom flere aktører er kommet inn på den krigførende arenaen. Russland har ankommet Syria med nye fly og helikoptre, og har satt i gang bombing av både IS og opprørere opplært av USA. Både Iran og Russland understøtter president Assad, og hans stilling synes å ha blitt sterkere.

For tiden er bl.a. følgende land og fraksjoner på et eller annet vis militært aktive i spillet om befolkning og landområder i Syria (og Irak): Iran, Russland, USA, Saudi-Arabia, Jordan, Bahrain, Forente Arabiske Emirater, (NATO-landet) Tyrkia, kurdere fra Irak, militært velutstyrte sunni-muslimske IS-krigere (fra «everywhere») og (ikke å forglemme) Israel.

På sidelinjen skuer de tidligere kolonimaktene i området; Storbritannia og Frankrike.

Med bakgrunn i dårlige erfaringer fra kostbare militære aktiviteter i Irak og Afghanistan er det rimelig at USA kvier seg for nye engasjementer. Nøkkelen til en avvikling av det nåværende regimet i Syria ligger antagelig i at Russland, Iran og USA må samarbeide om tiltak og løsninger. I så måte er det ikke utenkelig at Ukraina-konflikten og den vestlige boikotten av Russland blir bragt inn i forhandlingene.

Når en rører rundt i «Syria/ Irak -gryten» i dag er det ikke lett å spå resultatet, men dette er en farlig grøt!

Det er antagelig ingen rask løsning på konfliktene mellom sunni-muslimer og shia-muslimer i Midt-Østen og Nord-Afrika. Det er heller antagelig ingen rask løsning i den pågående maktkampen mellom Saudi-Arabia og Iran. For Saudi-Arabias eneveldige og fundamentalistiske herskere kan det heller ikke være særlig lystig at USA ikke lenger er avhengig av deres oljeproduksjon. To av de landene som er blitt mindre velstående etter det store oljeprisfallet, er Russland og Iran. Landene er for tiden forbundsfeller i Syria-konflikten. Det ville kanskje passe dem bra om de saudi-arabiske herskerne mistet makten og at oljeproduksjonen i landet samtidig ble redusert?

## Internasjonale aksjemarkeder

Verdens aksjemarkeder hadde en negativ verdiutvikling også i september. MSCI World (verdensindeksen) falt med -3,7% målt i USD (-1,0% i NOK).

Usikkerhet knyttet til utvikling og vekst i kinesisk økonomi satte sitt preg på aksjemarkedene i september. Dette bidro til at material- og energisektorene hadde en spesielt svak utvikling i måneden, med verdifall på henholdsvis -8,5% og -7,3% i USD.

Aksjer i helsesektoren hadde en svak verdiutvikling i måneden. Dette skyldtes delvis presidentkandidat Hillary Clintons valgkampanje. Hun ønsker lavere legemiddelpriser i USA, som i dag er verdens største og mest lønnsomme marked for legemidler.

Indeksene for konsum- og forsyningssektorene ga begge positiv avkastning i september i USD. Av alle sektorer i verdensindeksen er konsumsektoren nå den eneste som har økt i verdi siden nyttår, målt i USD. Sterke og stabile kontantstrømmer kan ligge til grunn for dette, men kanskje vel så mye et tegn på avtagende risikovilje.

I USA holdt aksjemarkedet seg bedre i verdi enn verdensindeksen, men S&P indeksen sank likevel -2,5% i september. Noen store legemiddelselskaper var blant de største bidragsyterne til nedgangen. Valeant, Abbvie og Allergan falt alle mer enn -10% i september.

Blant de selskapene som hadde best kursutvikling i USA var drikke- og tobakkprodusenter som Coca-Cola og Reynolds. Aksjer i ølprodusenten Molson Coors ga spesielt god avkastning med en kursoppgang på 21,9%. Oppgangen skyldtes at konkurrentene SABMiller og Anheuser-Busch har innledet fusjonssamtaler, hvorefter kursen på SABMiller steg 21%.

Europeiske aksjemarkeder har så langt i år steget 3,7% i verdi (Bloomberg European 500), målt i EUR. I september sank likevel markedet -4,0%. Også her var helse- og energisektorene svake. Novartis, BP og Shell var blant de tyngste bidragsyterne til nedgangen.

Det var likevel to selskaper som skilte seg spesielt ut med negativ kursutvikling. Glencore, en råvareprodusent med omfattende råvaretrading, falt med hele -37% i verdi. Lavere råvarepriser kombinert med høy belåningsgrad gjorde investorene bekymret, og Glencore måtte hente inn frisk kapital for å redusere gjelden. Aksjekursen i bilprodusenten Volkswagen falt med -36% etter at amerikanske myndigheter gjorde det kjent at selskapet har jukset i utslippstester. Denne nyheten og kursnedgangen på Volkswagen medførte også kursnedgang for noen andre bilselskaper som BMW og Daimler.

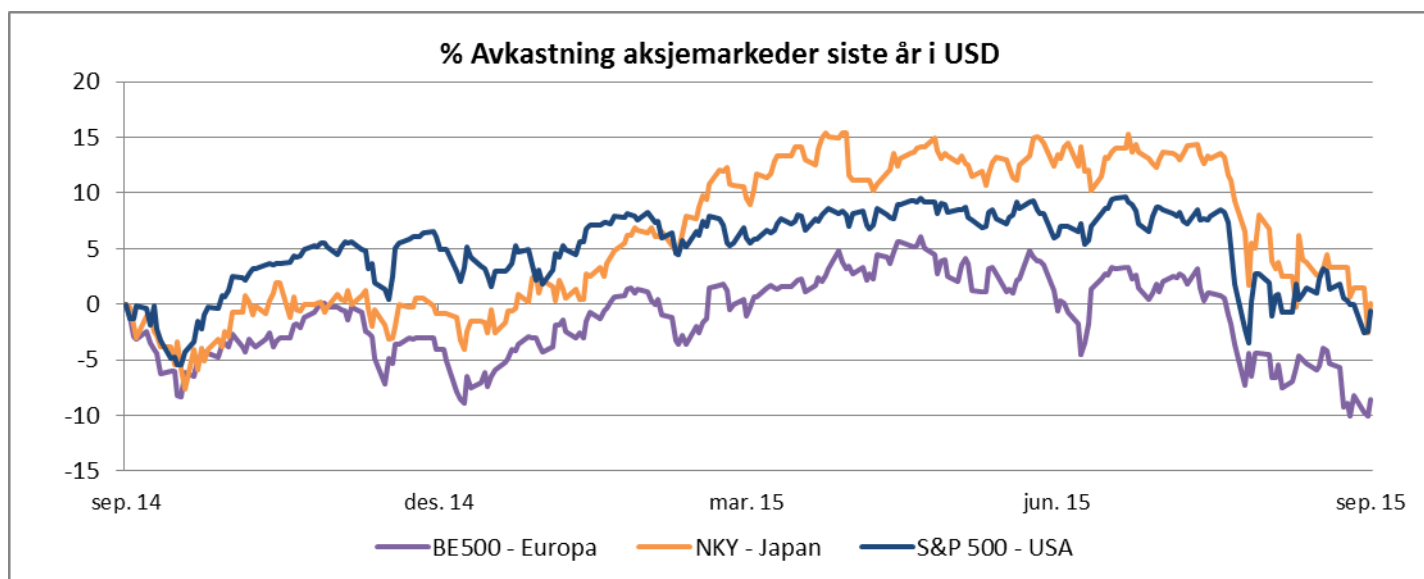
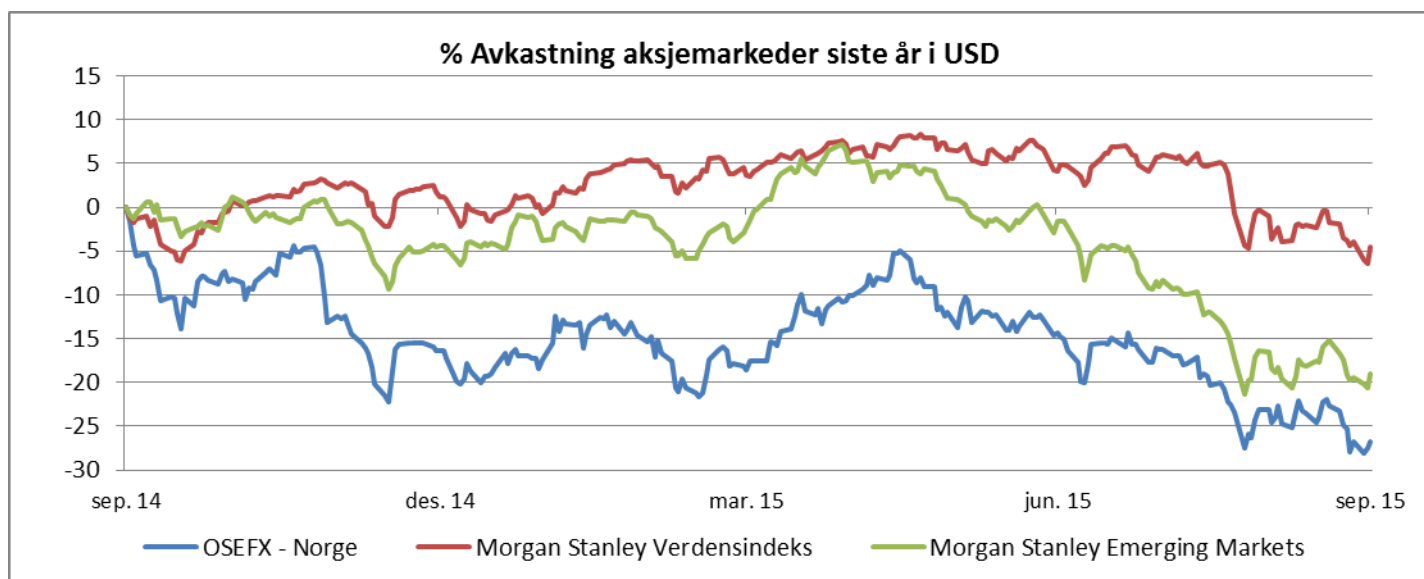
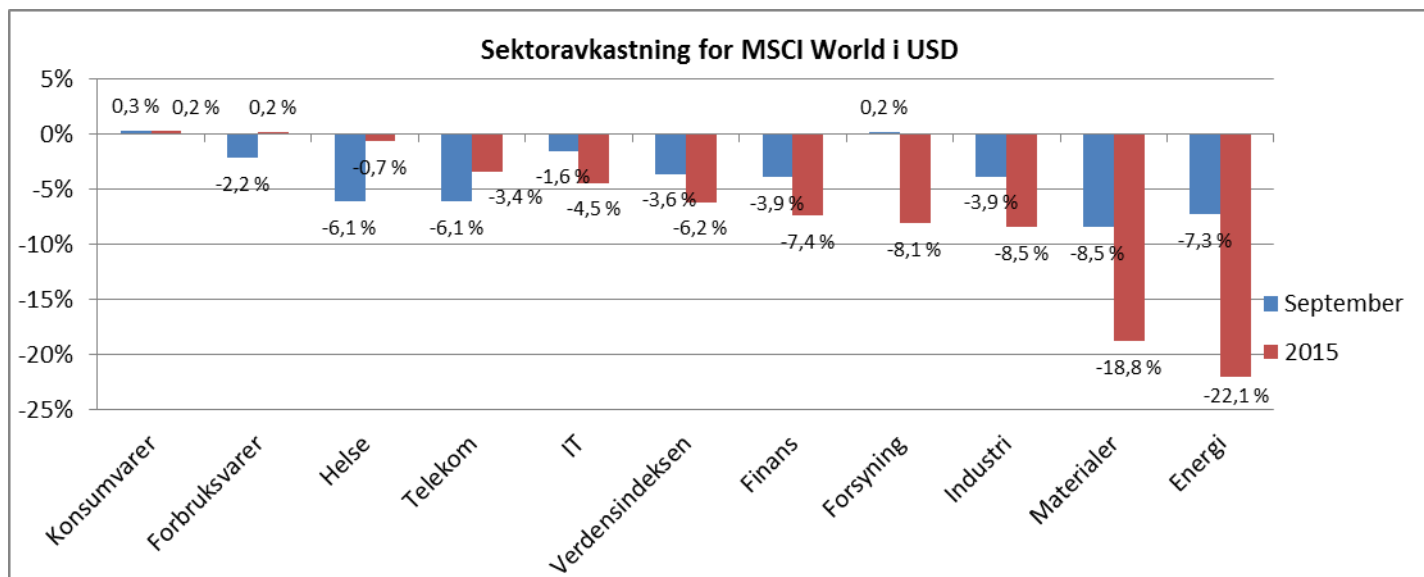
Utslipp av giftige gasser synes ikke å bekymre aksjonærene i tobakkselskaper, ettersom Imperial Tobacco Group steg med 6,8% i september.

I et svakt globalt aksjemarked holdt de nordiske aksjemarkedene seg relativt godt. Den nordiske indeksen (VINX) sank med -1,5% i september. Energi-, materialer-, industri og telekomsektorene var relativt svake og falt alle mer enn -3% i verdi. IT-sektoren steg derimot over 5%, der Nokia-aksjen var viktigste bidragsyter med en kursoppgang på 10,9%.

Investorer i fremvoksende økonomier hadde lite å glede seg over i september. MSCI Emerging Markets Index falt med -3%. Den kinesiske Hang Seng-indeksen falt -3,1%, til tross for nye kinesiske reformer. Kinesiske myndigheter forsøker i økende grad å slå ned på korrupsjon. Det fikk kraftige konsekvenser i Macao, der hvitvasking av penger har blitt vanskeligere. Fallende kasinoomsetning har resultert i betydelige verditap på aksjebørsen, og aksjer i Macao som inngår i verdensindeksen falt med -18%.

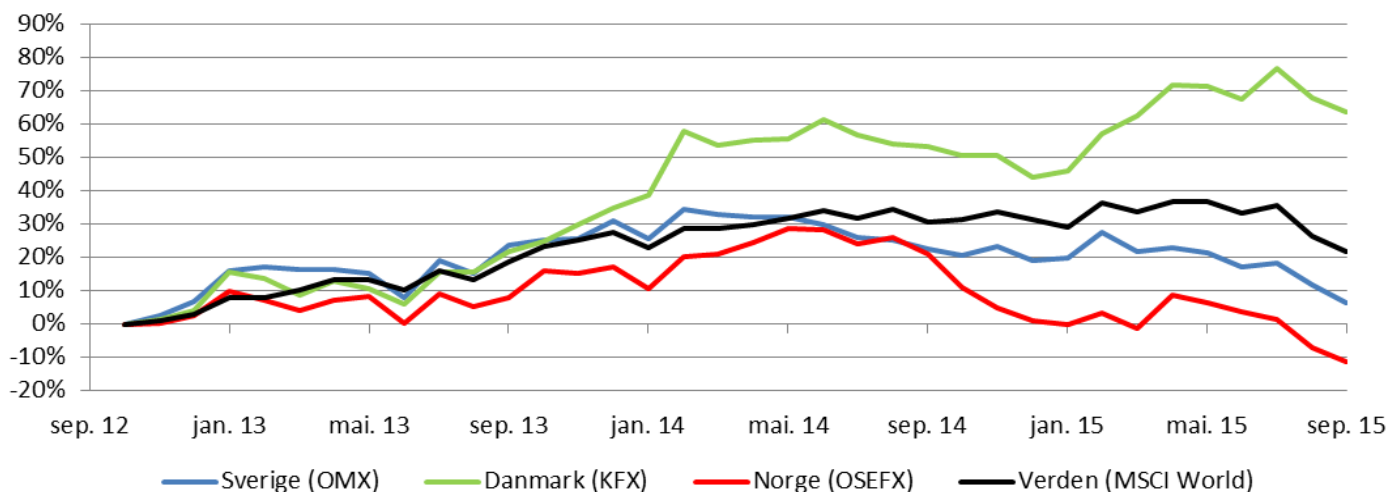
| Avkastning aksjeindekser    |              |         |           |        |
|-----------------------------|--------------|---------|-----------|--------|
|                             | Lokal valuta |         | I NOK     |        |
|                             | September    | 2015    | September | 2015   |
| MSCI World Index            | -3,7 %       | -6,3 %  | -1,0 %    | 7,5 %  |
| S&P 500 Index               | -2,5 %       | -6,3 %  | 0,2 %     | 7,5 %  |
| Bloomberg European 500      | -4,0 %       | 3,7 %   | -1,6 %    | 9,4 %  |
| Nikkei 225                  | -7,5 %       | 1,1 %   | -3,7 %    | 15,8 % |
| MSCI Emerging Markets Index | -3,0 %       | -15,2 % | -0,3 %    | -2,7 % |
| Oslo Børs Fondsindeks       | -2,2 %       | 0,4 %   | -2,2 %    | 0,4 %  |

Kilde: Bloomberg

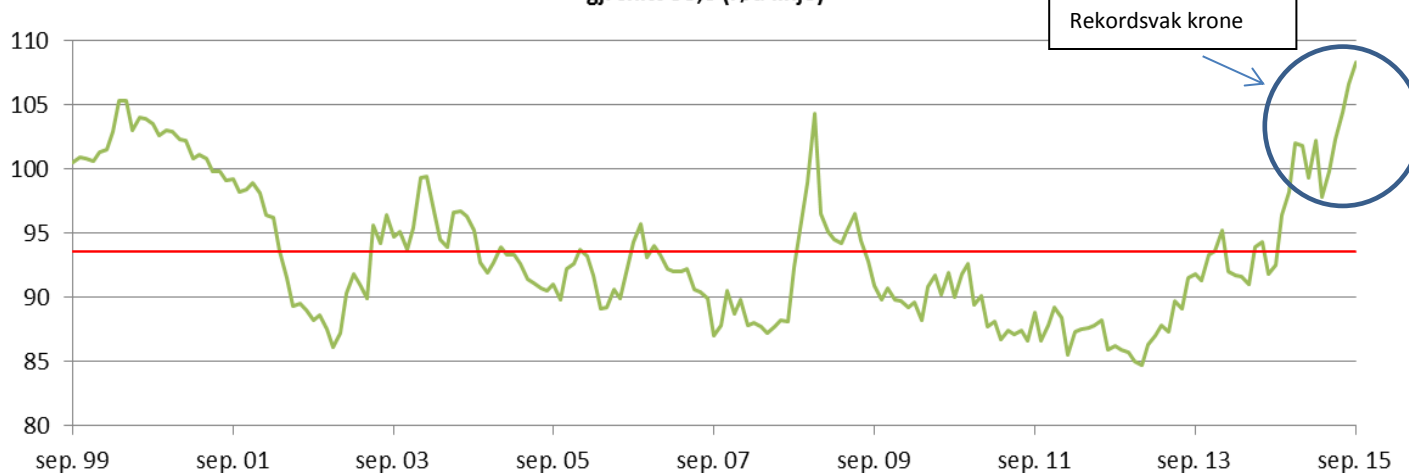


Kilde: Bloomberg

### Utvikling aksjemarkeder siste 3 år i USD



### Norsk Valutaindeks (I44 Indeks) siste 16 år gj. snitt 93,6 (rød linje)



Valutakursindeksen I-44, utarbeidet av Norges Bank, er en nominell effektiv valutakursindeks beregnet på grunnlag av kursene på NOK mot valutaene for Norges viktigste handelspartnere (44 land inngår i beregningene). Stigende indeksverdi betyr en svekkelse av den norske kronen i forhold til de andre valutaene som inngår i I-44.

Kilde: Bloomberg

#### Norsk økonomi

Norges Bank fremla sin tredje (av fire) pengepolitiske rapporter i september. I Hovedstyremøtet den 23. september besluttet Norges Bank å redusere styringsrenten med 0,25% poeng til 0,75%, som også er et historisk rekordlavt nivå. Etter rentemøtet uttalte sentralbanksjef Olsen dessuten at «slik hovedstyret nå vurderer utsiktene, kan styringsrenten bli satt ytterligere ned i løpet av det nærmeste året.»

Norges Bank har i en årrekke bestrebet seg på å bli oppfattet som relativt forutsigbar og påregnelig med hensyn til den politikken som føres. Vedtaket om rentenedsettelse og de nye utsagnene om en forlenget lavere norsk rentebane overrasket imidlertid aktørene i penge- og kapitalmarkedene.

De fleste makroøkonomer som på forhånd hadde synset om utfallet av møtet, hadde spådd ingen endringer i sentralbankrenten. Den 24. september ble det følgelig store utslag i valutamarkedet for NOK, og kronekursen sank til historisk nye lave nivåer.

Nedenunder følger et forsøk på et sammendrag av Norges Banks oppfatning om den økonomiske situasjonen slik den er beskrevet i Pengepolitisk rapport nr. 3. De nevnte hovedpunktene antas også å ha vært grunnlaget for det nye vedtaket om rekordlave norske sentralbankrenter:

1. Litt svakere vekstutsikter hos handelspartnerne, og en vekst som er lavere enn anslått av OECD.
2. Fortsatt lav prisvekst hos handelspartnerne.
3. Svært lave renter ute.
4. Markert kursfall på valutaene til råvareeksporterende land, herunder NOK. I tredje kvartal har kronekursen vært om lag 3% svakere enn anslått i juni.
5. Litt lavere utlånsrenter i banksystemet.
6. Lav vekst i norsk økonomi, men utviklingen har likevel vært om lag som ventet! Veksten i husholdningenes konsum har holdt seg oppe og vært høyere enn tidligere anslått.
7. Oljeinvesteringene i år ventes å falle mindre (!) enn tidligere anslått, mens investeringene i årene 2016 til 2018 ventes å falle mer.
8. Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har utviklet seg sterkere enn tidligere anslått. Den svake kronen bidrar til å bedre den kostnadmessige konkurranseevnen for norske eksportbedrifter.
9. Arbeidsledigheten øker noe.
10. Moderat lønnsvekst.
11. Konsumprisveksten har økt, og er høyere enn tidligere forventet.
12. Veksten i boligpriser og gjeld noe høyere enn forventet.

Ut fra den forannevnte listen av sentrale økonomiske faktorer vurdert mot de pengepolitiske oppgaver som Norges Bank er satt til å forvalte synes det å være langt fra opplagt at det skulle skje en rentereduksjon i september. Herunder er det særlig grunn til å dvele litt ved det operative målet for pengepolitikken til Norges Bank. Dette målet forutsetter en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5%.

Om prisveksten ble følgende særskilt uttalt i hovedstyrets vurdering i september:

«Veksten i konsumpris-indeksene justert for avgiftsendringer og uten energivarer er nær 3%. Prisene på både norsk-produserte varer og tjenester og importerte konsumvarer har steget mer enn lagt til grunn i juni. Kronen har svekket seg mye og over lengre tid, og valutakursgjennomslaget ser ut til å ha vært større enn ventet. Svekkelsen av kronen siden forrige rapport vil trolig bidra til å løfte prisveksten ytterligere den nærmeste tiden.»

Det overraskende vedtaket i september, med tilhørende ny rentebane, gjør at markedsaktørene lurer på om Norges Bank vet noe om norsk økonomi som er fullstendig ukjent for andre og som heller ikke er blitt kommunisert i rapporten. Eller kanskje Norges Bank nå anser det som sin oppgave å forsøke å finstyre den norske økonomiske politikken med sikte på å unngå arbeidsledighet fullstendig, selv den som er forårsaket av strukturendringer i oljebransjen.

Alternativt er det mulig at Norges Bank valgte å senke renten siden den amerikanske sentralbanken i september unnlot å heve den amerikanske renten?

Eller ønsket den norske sentralbank-sjefen bare å svekke verdien av NOK til ytterligere rekordsvake kursnoteringer, med den utilsiktede bieffekt at avkastningen av oljefondet (regnet i NOK) samtidig vil bli bedre?

Om utviklingen i norsk økonomi skulle bli svakere enn fryktet av Norges Bank, er det betimelig å minne om at den norske statskassen har en betydelig handlefrihet til å drive motkonjunkturpolitikk. Dessuten bør en ikke glemme at det ved kommunevalget i september skjedde politiske endringer i kommunestyrene i noen av landets største kommuner, som antagelig vil medføre høyere offentlig aktivitet og utgifter.

#### Det norske aksjemarkedet

Som tidligere nevnt var det i september en ny runde med kursnedgang i de fleste aksjemarkeder. Herunder var det et ytterligere kursfall for aksjer notert på Oslo Børs i forhold til kursene ved utgangen av august.

I september falt fondsindeksen med -2,2%, og indeksen hadde ved utgangen av september måned kun steget med 0,4% fra årets start. Kursfallet var likevel ikke så kraftig at de laveste kursnivåene som ble registrert den 24. august (-4,4% fra årsskiftet) ble passert på nedsiden.

Kursutviklingen i september var dessuten mye mindre volatil enn i den foregående måneden.

Regnet i felles valuta har verdiutviklingen for aksjer notert på Oslo Børs i internasjonal sammenheng vært av de svakere hittil i år. Dette skyldes i stor grad et relativt stort innslag av selskaper innenfor sektorene for energi og råvarer. Dette var sektorer som også i september hadde en svak utvikling. Til tross for nedgangen i oljeprisen, skal vi imidlertid merke oss at kursen på Statoil-aksjer steg i september.

Den videre kursutviklingen for selskaper på Oslo Børs vil delvis være avhengig av likviditetstilgangen og verdiutviklingen i internasjonale aksjemarkeder. Oljeprisutviklingen vil også fortsatt ha en stor betydning for kursene i det norske aksjemarkedet. Vårt grunnsyn har i hele år vært at oljeprisen (Brent-oljen) vil ligge i intervallet 40 USD til 60 USD, og ikke overskride 60 USD ved årsskiftet. Til tross for økende geopolitisk uro endrer vi ikke dette synet, ettersom tilbudssiden av råolje for tiden synes å være relativt romslig.

Vi tror at kursfallet på Oslo Børs bare har vært en naturlig kurskorreksjon i et marked som har steget for lenge uavbrutt uten nevneverdige korreksjoner. Med den store andel av energiselskaper på Oslo Børs er det dessuten naturlig at verdiutviklingen blir holdt litt i tømme. Etter de siste månedens kursnedgang, opprettholder vi fortsatt det grunnsynet som vi har gjentatt i hele år om at Oslo Børs Fondsindeks ved årsslutt vil ha utviklet seg i intervallet null til +15% fra årets start.

Etter den siste tidens økning i kredittpåslag for norske bedrifters obligasjonsgjeld, kan den forventede avkastningen ved å investere i en portefølje av norske kredittpapirer delvis være et alternativ til norske aksjeinvesteringer. I markedet for kredittpapirer synes det å være svært få aktive aktører som har evne og vilje til å påta seg risiko mot en god avkastning.

Dette har bidratt til økte kredittpåslag for foretaksobligasjoner. For mange av selskapene i energisektoren på Oslo Børs har man i det siste kunnet observere at aksjekurser går opp samtidig som selskapenes obligasjonsgjeld faller kraftig i verdi. Aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet synes således for tiden å ha forskjellige oppfatninger om risiko og avkastning ved investeringer i flere av selskapene.

Langsiktige statspapirer gir fortsatt ikke tilstrekkelig avkastning i forhold til den renterisiko man påtar seg.

| Verdiutvikling Fondsindeksen |                         |                              |                         |
|------------------------------|-------------------------|------------------------------|-------------------------|
| Aksjer med indeksvekt > 0.7% |                         |                              |                         |
| Selskap                      | OSEFX %-vis Indeks vekt | Verdiutvikling i % september | Verdiutvikling i % 2015 |
| Statoil                      | 9,2                     | 0,2                          | -1,8                    |
| Telenor                      | 8,9                     | -3,8                         | 7,2                     |
| DNB                          | 8,6                     | -6,5                         | 2,8                     |
| Yara International           | 8,5                     | -8,1                         | 5,2                     |
| Marine Harvest               | 5,0                     | 8,6                          | 9,7                     |
| Orkla                        | 4,8                     | 3,4                          | 28,4                    |
| Royal Caribbean Cruises      | 4,7                     | 2,2                          | 23,3                    |
| Norsk Hydro                  | 4,6                     | -1,0                         | -31,3                   |
| Gjensidige Forsikring        | 3,7                     | -6,8                         | -1,9                    |
| Subsea 7                     | 2,7                     | -9,1                         | -16,4                   |
| TGS Nopec Geophysical        | 2,6                     | -1,7                         | 1,8                     |
| Schibsted A                  | 2,5                     | 6,8                          | 22,7                    |
| Schibsted B                  | 2,3                     | 4,3                          | N/A                     |
| Bakkafrøst                   | 2,0                     | 7,9                          | 68,5                    |
| Storebrand                   | 2,0                     | -1,9                         | -4,5                    |
| Veidekke                     | 1,7                     | 1,1                          | 34,2                    |
| Seadrill                     | 1,6                     | -19,9                        | -42,6                   |
| Tomra Systems                | 1,5                     | 10,7                         | 41,8                    |
| Norwegian Air Shuttle        | 1,5                     | -10,5                        | 20,6                    |
| Kongsberg Gruppen            | 1,2                     | -2,0                         | 6,4                     |
| Petroleum Geo-Services       | 1,1                     | -11,5                        | -21,7                   |
| Salmar                       | 1,1                     | 6,7                          | 14,5                    |
| Nordic Semiconductor         | 1,1                     | -10,5                        | -11,5                   |
| Atea                         | 1,1                     | 8,3                          | 5,5                     |
| Opera Software               | 1,0                     | -11,9                        | -51,5                   |
| Entra                        | 1,0                     | -1,4                         | -7,2                    |
| DNO                          | 1,0                     | -5,4                         | -43,6                   |
| Prosafte                     | 0,9                     | 7,2                          | 7,9                     |
| XXL                          | 0,8                     | -5,4                         | 16,0                    |
| AF Gruppen                   | 0,8                     | 1,9                          | 46,1                    |
| Det Norske Oljeselskap       | 0,8                     | -1,8                         | 19,1                    |

Kilde: Bloomberg

## Oversikt over våre fonds historiske utvikling

| Våre fond:                          | Fondsfinans<br>Norge    | Fondsfinans<br>Aktiv 60/40 | Fondsfinans<br>Norden<br>fra 17.09.2015 | Fondsfinans<br>Global Helse | Fondsfinans<br>Energi   | Fondsfinans<br>Kreditt  | Fondsfinans<br>High Yield | OSEFX           | MSWI<br>(i NOK) |
|-------------------------------------|-------------------------|----------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|-----------------|-----------------|
| Avkastning september<br><b>2015</b> | -2,4 %<br><b>-3,5 %</b> | -2,7 %<br><b>-5,1 %</b>    | -2,2 %                                  | -3,4 %<br><b>12,4 %</b>     | -3,5 %<br><b>-9,7 %</b> | -2,4 %<br><b>-1,2 %</b> | -5,8 %<br><b>-17,1 %</b>  | -2,2 %<br>0,4 % | -1,0 %<br>7,6 % |
| Årsavkastning 2014                  | 8 %                     | 6 %                        |                                         | 40 %                        | -9 %                    | -1 %                    |                           | 6 %             | 24 %            |
| Årsavkastning 2013                  | 18 %                    | 13 %                       |                                         | 46 %                        |                         |                         |                           | 24 %            | 39 %            |
| Årsavkastning 2012                  | 20 %                    | 15 %                       |                                         | 12 %                        |                         |                         |                           | 21 %            | 9 %             |
| Årsavkastning 2011                  | -18 %                   | -14 %                      |                                         | 4 %                         |                         |                         |                           | -19 %           | -3 %            |
| Årsavkastning 2010                  | 23 %                    | 17 %                       |                                         | 9 %                         |                         |                         |                           | 22 %            | 14 %            |
| Avkastning siste 5 år               | 43 %                    | 29 %                       |                                         | 172 %                       |                         |                         |                           | 52 %            | 123 %           |
| Gjsn. årlig avkast. siste 5 år **   | 7 %                     | 5 %                        |                                         | 22 %                        |                         |                         |                           | 9 %             | 17 %            |
| Avkastning siste 10 år              | 139 %                   | 99 %                       |                                         | 239 %                       |                         |                         |                           | 73 %            | 121 %           |
| Gjsn. årlig avkast. siste 10 år **  | 9 %                     | 7 %                        |                                         | 13 %                        |                         |                         |                           | 6 %             | 8 %             |
| Avkastning siden oppstart*          | 583 %                   | 245 %                      |                                         | 193 %                       |                         | 3,3 %                   | -20,9 %                   |                 |                 |
| Standardavvik siste år              | 10 %                    | 8 %                        |                                         | 15 %                        |                         | 3,0 %                   | 7,2 %                     | 10 %            | 14 %            |
| Standardavvik siste 5 år            | 16 %                    | 12 %                       |                                         | 11 %                        |                         |                         |                           | 15 %            | 9 %             |
| Standardavvik siste 10 år           | 22 %                    | 18 %                       |                                         | 12 %                        |                         |                         |                           | 23 %            | 12 %            |
| Fondets størrelse (mill.kr.)        | 1590                    | 67                         | 64                                      | 365                         | 34                      | 182                     | 237                       | -               | -               |
| Netto andelsverdi pr. 30.9.2015     | 6834,77                 | 34523,89                   | 9780,94                                 | 29283,06                    | 2233,13                 | 9484,58                 | 7734,53                   |                 |                 |

\* Kreditt og High Yield fra henholdsvis oppstart 30. april 2013 og 30. april 2014

\*\* Geometrisk beregnet

Investeringsmandatet i Fondsfinans Energi er endret fra investeringer innen Alternativ Energi til investeringer innen Energisektoren med virkning fra 01.04.2014.

---

Redaktør og ansvarlig for innholdet i våre markedsrapporter er  
**Odd Hellem**  
 Investeringsdirektør

---

Den norske fondsindeksen falt med -2,2% i september, og denne indeksen har steget med 0,4% fra årsskiftet.

**Fondsfinans Norge hadde også en negativ verdiutvikling i september, og fondet falt med -2,4%. Hittil i år har fondet falt med -3,5%. Fondets verdiutvikling hittil i år er svakere enn våre forventninger ved årets start. Til tross for det store børsfallet i de to siste månedene har vi ikke endret fondets investeringsprofil. Vi er av den oppfatning at børsfallet i de siste månedene er en naturlig korreksjon i en langsiktig oppadgående trend med positiv verdiutvikling for aksjer. Som vi imidlertid har tilkjennegitt i lengre tid, er vi av den oppfatning at perioden med svært høy avkastning ved aksjeinvestering er omme. Dette gjenspeiler seg også i våre kontinuerlige utsagn fra årets start om at avkastningen av investeringer i norske aksjer i år forventes å være i intervallet null til 15%. Ved utgangen av september 2015 hadde fondet den beste 10 års avkastningen for norske aksjefond i følge Morningstar.**

Av fondsindeksens 58 verdipapirer var det en mer blandet kursutvikling i september enn i august. Nesten 40% av verdipapirene hadde en positiv verdiutvikling. Det var særlig god verdiutvikling for selskaper i oppdrettsnæringen. Av de selskapene med svakest verdiutvikling var det flere innenfor oljeservicenæringen og flere teknologiselskaper. De selskapene med størst positivt verdibidrag til fondsindeksen var: Marine Harvest (+9%), Shibsted (+7%), Orkla (+3%), Bakkafrøst (+8%) og Tomra (+11%). De selskapene som ga størst negativt verdibidrag til fondsindeksen var: Yara (-9%), DNB (-7%), Seadrill (-20%), Telenor (-4%), Subsea 7 (-9%), Gjensidige (-7%) og Norwegian Air (-10%).

I fondets portefølje var det særlig våre investeringer innenfor fiskeoppdrett og tankfart som ga positivt verdibidrag. De største positive verdibidragene kom fra investeringene i: Marine Harvest (+9%), Lerøy Seafood (+10%), Nordic America Tankers (+13%), Rec Silicon (+11%), Tanker Investmenst (+5%), Salmar (+7%) og DHT Holdings (+6%). De største negative verdibidragene kom fra investeringene i: Yara (-8%), DNB (-7%), Mosaic (-22%), Photocure (-10%), Sparebanken Midt Norge (-11%), PGS (-11%) og SRBANK (-6%).

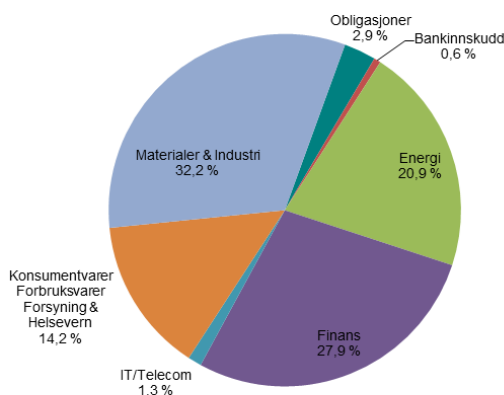
Fondet har i september solgt seg ut av restinvesteringen i Siem Offshore og Atea. Videre har fondet redusert investeringene noe i flere selskaper, bl.a. Nordic America Tankers, Marine Harvest, Rec Silicon, Lerøy Seafood, Yara, Mosaic, Sparebanken Midt Norge, Odfjell, Sparebanken Vest og Entra. Fondet har i september økt investeringene i bl.a. Statoil, Stolt-Nielsen og DNB. Ved utgangen av måneden var egenkapitalinvesteringene fordelt på 30 selskaper, hvorav 27 selskaper er notert på Oslo Børs og tre er notert på utenlandske børser. Dessuten er fondet investert i en selskapsobligasjon utstedt av Seadrill. Ved utgangen av september var fondet nesten fullinvestert.

#### Våre 10 største aksjeinvesteringer:

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Yara International  | 8,7 % |
| DNB                 | 8,5 % |
| Norsk Hydro         | 8,3 % |
| Storebrand          | 6,9 % |
| Marine Harvest      | 5,0 % |
| Borregaard          | 4,7 % |
| Statoil             | 4,2 % |
| Tanker Investments  | 4,1 % |
| Sparebank 1 SR Bank | 3,7 % |
| Lerøy Seafood Group | 3,7 % |

(57,8% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 6834,77**

Den norske fondsindeksen falt med -2,2% i september, og denne indeksen har steget med 0,4% fra årsskiftet.

**Fondsfinans Aktiv 60/40 hadde en negativ verdiutvikling i september, og fondet falt med -2,7%. Den negative avkastningen i skyldes negativ verdiutvikling både i aksje- og obligasjonsporteføljene. Hittil i år har fondet en verdinedgang på -5,1%. Denne avkastningen er lavere enn våre forventninger ved årets start. Fondsfinans Aktiv 60/40 er et kombinasjonsfond som etter vedtektene normalt skal være investert med 60% i aksjer på Oslo Børs og de øvrige 40% av investeringene skal være i norske rentepapirer. Vi har ikke endret fondets investeringsprofil, og vi tror fondet vil kunne gi solid avkastning til en moderat risiko.**

Av fondsindeksens 58 verdipapirer var det en mer blandet kursutvikling i september enn i august. Nesten 40% av verdipapirene hadde en positiv verdiutvikling. Det var særlig god verdiutvikling for selskaper i oppdrettsnæringen. Av de selskapene med svakest verdiutvikling var det flere innenfor oljeservicenæringen og flere teknologiselskaper. De selskapene med størst positivt verdibidrag til fondsindeksen var: Marine Harvest (+9%), Shibsted (+7%), Orkla (+3%), Bakkafrøst (+8%) og Tomra (+11%). De selskapene som ga størst negativt verdibidrag til fondsindeksen var: Yara (-9%), DNB (-7%), Seadrill (-20%), Telenor (-4%), Subsea 7 (-9%), Gjensidige (-7%) og Norwegian Air (-10%).

I fondets aksjeportefølje var det 5 aksjeinvesteringer som ga et godt positivt verdibidrag i september: Marine Harvest (+9%), Lerøy Seafood (+10%), Tanker Investments (+5%), Rec Silicon (+11%) og Salmar (+7%). De 5 aksjeinvesteringene med størst negativt verdibidrag var: Yara (-8%), Photocure (-10%), DNB (-7%), Sparebanken Midt-Norge (-11%) og WWASA (-6%).

Ved utgangen av måneden var egenkapitalinvesteringene, som utgjorde 60% av fondets verdi, fordelt på 20 selskaper. Alle egenkapitalinvesteringer er notert på Oslo Børs. I løpet av måneden har vi økt investeringene i DNB, Yara og Norsk Hydro. Vi har samtidig redusert investeringene noe i bl.a. Marine Harvest, Lerøy Seafood, Salmar, Tanker Investments og Sparebanken Møre.

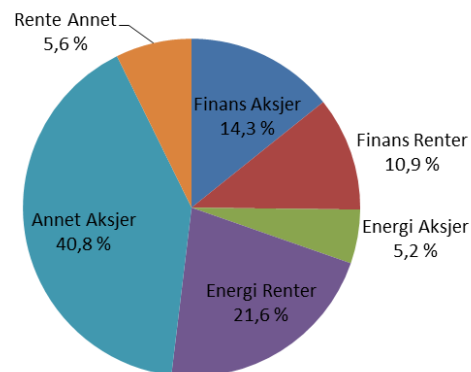
I måneden har vi solgt renteinvesteringen i Songa Offshore og Storebrand. Renteplasseringene er i 16 obligasjonslån i NOK, og de fleste låntagerne er selskaper notert på Oslo Børs. Den gjennomsnittlige kredittverdigheten for likviditetspostene er BB. Obligasjonenes kredittdurasjon er 3,3 år og rentedurasjonen er 0,2 år. Renteporteføljens løpende avkastning ved utgangen av måneden var 8,7% p.a. Porteføljen har i løpet av september fått en enda høyere forventet renteavkastning, som følge av at obligasjonsbeholdningen er blitt nedskrevet i verdi. Dette skyldes markedsmessig økte kredittpåslag for obligasjoner innen energisektoren, jfr. en nedgang i DNB sin indeks for «high yield» obligasjoner med -3,2%.

#### Våre 10 største aksjeinvesteringer:

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Yara International  | 6,6 % |
| DNB                 | 6,2 % |
| Norsk Hydro         | 5,9 % |
| Storebrand          | 5,2 % |
| Tanker Investments  | 4,0 % |
| Borregaard          | 3,7 % |
| Marine Harvest      | 3,7 % |
| Lerøy Seafood Group | 3,2 % |
| Sparebank 1 SR Bank | 2,9 % |
| Photocure           | 2,8 % |

(44,1% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 34 523,89**

Fondsfinans Norden ble lansert 17. september.

Per 30. september hadde fondet en portefølje på totalt 30 nordiske selskaper. Disse er valgt ut etter en metodisk gjennomgang av de om lag 800 børsnoterte selskapene som er notert på børsene i Stockholm, København, Helsinki og Oslo. Porteføljen er valgt ut etter en avveining av avkastningspotensialet vurdert mot risiko og risikospredning. Nær halvparten av fondet er i Sverige (44,9%). Her er det investeringer i industri, konsum- og forbrukssektoren som veier tyngst. Den største investeringen er gjort i godteriprodusenten Cloetta. Selskapet er kjent for produkter som Malaco «Godt og blandet» vingummi og Läkerol halspastiller. Ellers inneholder den svenske delen av porteføljen blant annet lastebilprodusenten Volvo, hageredskapsprodusenten Husqvarna, byggevarekjeden Byggmax og kundesenteroperatøren Transcom Worldwide som tar imot innkommende samtaler og korrespondanse for andre selskaper.

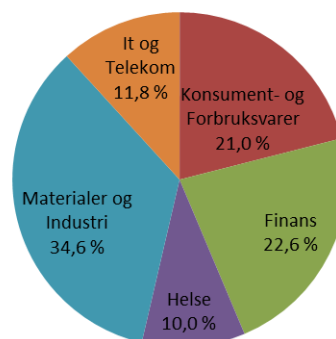
I Finland eier fondet aksjer i blant annet Nokia og Valmet. Nokia leverer teknisk infrastruktur til teleoperatører globalt. Industrikonsernet Valmet lager avanserte produksjonslinjer til treforedlingsindustrien. Fiskeselskapet Austevoll Seafood og aluminiumsprodusenten Norsk Hydro er fondets viktigste investeringer på Oslo Børs. Danske Bank er den største aksjeposten i Danmark.

#### Våre 10 største aksjeinvesteringer:

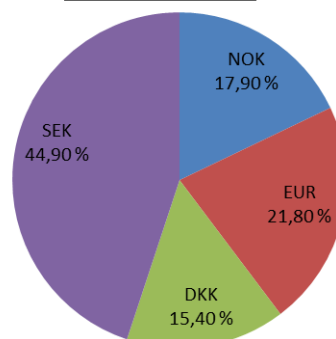
|                    |       |
|--------------------|-------|
| Cloetta            | 5,1 % |
| Nokia              | 5,0 % |
| Danske Bank        | 4,5 % |
| Volvo              | 4,5 % |
| Husqvarna          | 4,2 % |
| Transcom Worldwide | 4,2 % |
| Austevoll Seafood  | 4,2 % |
| Byggmax            | 4,1 % |
| Valmet             | 4,0 % |
| Norsk Hydro        | 4,0 % |

(43,7% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



#### Fordeling på valuta:



**Andelsverdi: 9 780,94**

Fondets investeringer hadde i september en negativ verdiutvikling på -3,4%. Hittil i år har verdioppgangen for fondet vært 12,4%, som vi anser som meget tilfredsstillende. En god del av fondets avkastning hittil i år skyldes svekkelsen av verdien av NOK, ettersom fondet skal holde valutaeksponeringen åpen.

Aksjer i helsesektoren hadde også i september, som i august, en relativt svakere utvikling enn verdensindeksen. Morgan Stanleys helsesektorindeks falt med -6,1% i USD, tilsvarende -3,6% i NOK. Fra årsskiftet er indeksen for store aksjeselskaper i helsesektoren (MSCI World Health Care) fortsatt av de sektorindeksene som har klart seg best med en negativ utvikling på -0,7% i USD, tilsvarende 13,9% i NOK. I september hadde amerikanske selskaper i helsesektoren en sterkere verdiutvikling enn gjennomsnittet for de store helseselskapene utenfor USA. Innenfor undersegmentene hadde selskaper i bioteknologisektoren derimot en betydelig svakere verdiutvikling. Nasdaqs bioteknologiindeks falt med -11,5% i USD. Hittil i år har aksjer i bioteknologisektoren nå omtrent utviklet seg som den generelle indeksen for store helseselskaper. I september ble det forøvrig særlig fokus på den utstrakte praksis i farmasiselskapene med jevnlig å øke prisene på produkter som selges i det amerikanske markedet, selv etter at patenter er utløpt.

I fondets portefølje var det i september en negativ verdiutvikling (i NOK) for om lag 2/3-deler av investeringene. For første gang på lenge var det også flere selskaper i porteføljen som hadde relativt store kursfall. De fleste aksjene med svak verdiutvikling var amerikanske selskaper. Best verdiutvikling hadde våre investeringer i (norske) Medistim (+15%), (belgiske) Ion Beam Applications (+6%), (belgiske) UCB (+5%) og (svenske) Swedish Orphan Biovitrum (+5%). Størst negativt verdibidrag ga investeringene i Community Health Systems (-19%), (norske) Photocure (-10%), Abbvie (-11%), HCA Holdings (-9%), Abbott Labs (-10%), Allergan (-9%) og Mylan (-17%). Fondet er fortsatt lite investert i rene bioteknologiselskaper, ut i fra en vurdering av forventet avkastning sett i forhold til risiko.

I løpet av måneden har fondet solgt investeringen i Cardinal Health etter lang tids eie, og dessuten solgt en liten restinvestering i Nordic Nanovector. Videre har vi redusert investeringene noe i Ion Beam og Medistim etter sterk kursutvikling. Vi har i løpet av måneden økt investeringene i en rekke av de eksisterende investeringene, dels etter foregående kursfall.

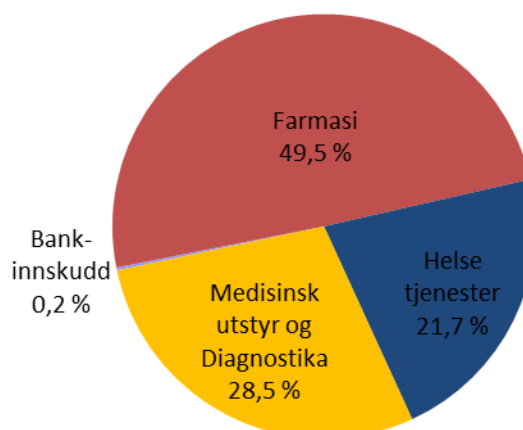
Ved utgangen av måneden var fondets investeringer fordelt på 33 selskaper. Av investeringene er to selskaper norske, og de utgjør om lag 6% av porteføljen. Øvrige investeringer er alle notert på utenlandske børser i Europa og USA. Av de utenlandske investeringene er det 22 amerikanske selskaper. Fondet var tilnærmet fullinvestert ved månedsskiftet.

#### Våre 10 største aksjeinvesteringer:

|                        |       |
|------------------------|-------|
| Sanofi                 | 4,4 % |
| Bayer                  | 4,2 % |
| HCA Holdings           | 4,0 % |
| Zimmer Biomet Holdings | 3,9 % |
| Philips Electronics    | 3,8 % |
| Merck & Co             | 3,8 % |
| Photocure              | 3,8 % |
| Johnsen & Johnsen      | 3,7 % |
| Astrazeneca            | 3,7 % |
| UCB                    | 3,6 % |

(39% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 29 283,06**

**Fondsfinans Energi hadde i september en negativ verdiutvikling på -3,5%. Fra årsskiftet har fondet falt med -9,8%.**

I september falt oljeprisen fra 54,2 USD pr fat ved månedens begynnelse til 48,4 USD ved utløpet. På det laveste var oljeprisen under 46,5 USD. Den svake utviklingen i oljeprisen ga merkbar negativ effekt på kursene for både oljeaksjer og oljeservice-aksjer. Underliggende er markedet fortsatt overforsynt med olje, men både fallende skiferolje-produksjon i USA og god global vekst i oljeetterspørselen vil kunne bidra til at oljeprisen har vært nær bunnen for denne gang. Vi har begynt å vri porteføljen i en sterkere grad mot oljeaksjer på bekostning av oljeserviceaksjer. Vi tror oljeselskapenes innsparinger fortsatt vil kunne ramme oljeserviceselskapenes inntjening.

MSCI World Energy-indeksen, som reflekterer det globale energi-universet, falt med -7,3% i USD (-4,8% i NOK) i september. Så langt i år har MSCI World Energy indeksen falt med -22,1% i USD, som tilsvarer en nedgang på -10,7% i NOK. Den amerikanske oljeservice-indeksen, OSX, falt -14,0% i USD (-11,7% i NOK) i september, mens Oslo Børs' oljeservice-indeks falt med -4,9% (NOK).

I fondets portefølje steg 9 av 27 investeringer i verdi i september. De tre beste aksjene i porteføljen i september var alle tankaksjer. Kursstigningen for tankaksjer er dels en følge av at fallende oljepris vil føre til høyere forbruk og dermed større transportbehov for råolje. Best var de to New York-noterte rederiene Euronav og DHT, opp hhv 10,4% og 5,6%. Oslo-noterte Tanker Investments var opp 4,8%. Svakest utvikling hadde en liten post i et stort amerikansk oljeserviceselskap, Weatherford, som var ned -15%.

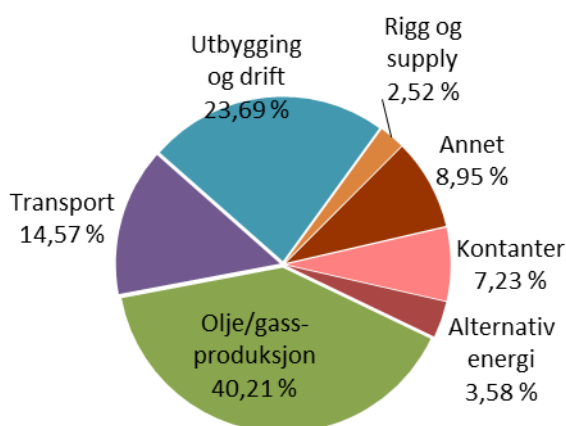
Fondet var ved månedsskiftet investert i 27 selskaper. Av selskapsverdiene er ca 60% notert i USD på New York-børsen, og ca 35% er notert i NOK på Oslo Børs. De resterende aksjene er notert på andre europeiske børser. De av våre investeringer som er notert på Oslo Børs har det vesentligste av sine inntekter i USD. Fondets investeringer i utenlandsk valuta blir ikke valutasikret. Kontantandelen var 7% ved månedens slutt, og fondet var således ikke fullt investert.

#### Våre 10 største aksjeinvesteringer:

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| Statoil               | 7,4 % |
| Ocean Yield           | 6,3 % |
| Schlumberger          | 6,3 % |
| Cameron International | 6,2 % |
| Höegh LNG             | 5,8 % |
| ExxonMobil            | 4,6 % |
| Chevron               | 4,6 % |
| Royal Dutch Shell     | 4,4 % |
| Anadarko Petroleum    | 4,3 % |
| ConocoPhillips        | 4,3 % |

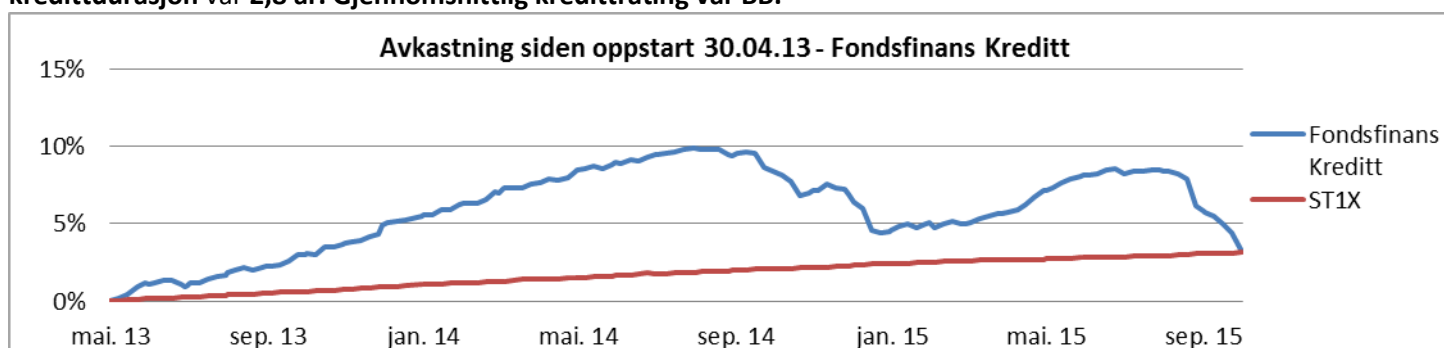
(54,1% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 2 233,13**

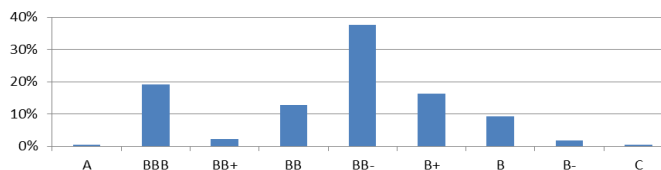
**Fondsfinans Kreditt var i september ned med -2,4%, mens fondet hittil i år har falt med -1,2%.** DnB High yield indeks (BB+ og lavere rating) var siste måned ned med -3,2%, og indeksen har hittil i år falt med -4,4%. Det norske kredittmarkedet preges av noe svak likviditet og blir også ekstra straffet for relativt stor eksponering mot olje- og offshorenæringen. Økningen i kredittpremieni i det europeiske markedet, målt ved iTraxx CrossOver indeksen (75 selskaper i en rekke ulike bransjer), er noe mer moderat. Indeksen økte med 54 basispunkter (bps) i september til 375 bps. Til sammenligning handles obligasjoner utstedt av Seadrill og Det norske oljeselskap i dag med et kredittpåslag på henholdsvis 1,900 bps og 915 bps. Lav oljepris rammer spesielt utstyrsleverandørene til oljeindustrien, og dagens kredittpåslag i en rekke utsteder reflekterer at markedet venter restruktureringer av utestående gjeld. Fondet inkluderte et nytt selskap i porteføljen i september, danske LM Group Holding AS. Selskapet, som har historie tilbake til 1940, er verdensledende på produksjon av vindmølleblader. Global tilstedeværelse, konkurransedyktig kostnadsstruktur og lav belåningsgraden er blant de positive kredittfaktorene. Destia Group ble solgt ut av fondet. Ved utløpet av måneden var fondet investert i 44 ulike obligasjoner utstedt av **42 utstedere**, og **gjennomsnittlig løpende rente** etter forvaltningshonorar var **7,8 %**. Gjennomsnittlig **rentedurasjon** var **0,37 år**, mens **gjennomsnittlig kreditturasjon** var **2,8 år**. **Gjennomsnittlig kreditt-rating** var **BB**.



Avkastning

| Fondsfinans Kreditt     | Siste 1 år | september | Hittil i år |
|-------------------------|------------|-----------|-------------|
| % Avkastning Portefølje | -5,61      | -2,38     | -1,21       |
| Indeks (ST1X)           | 1,14       | 0,06      | 0,71        |

Porteføljens risikofordeling

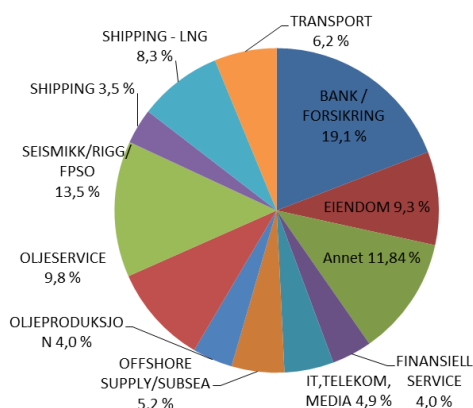


#### Våre 10 største investeringer:

|                        |       |
|------------------------|-------|
| Golar LNG              | 4,5 % |
| Ocean Yield            | 4,5 % |
| Norwegian              | 4,5 % |
| Selvaag Bolig          | 4,0 % |
| Det Norske Oljeselskap | 4,0 % |
| Lock                   | 4,0 % |
| Digiplex               | 3,9 % |
| Storebrand Liv         | 3,8 % |
| PGS                    | 3,7 % |
| Veritas Petroleum      | 3,5 % |

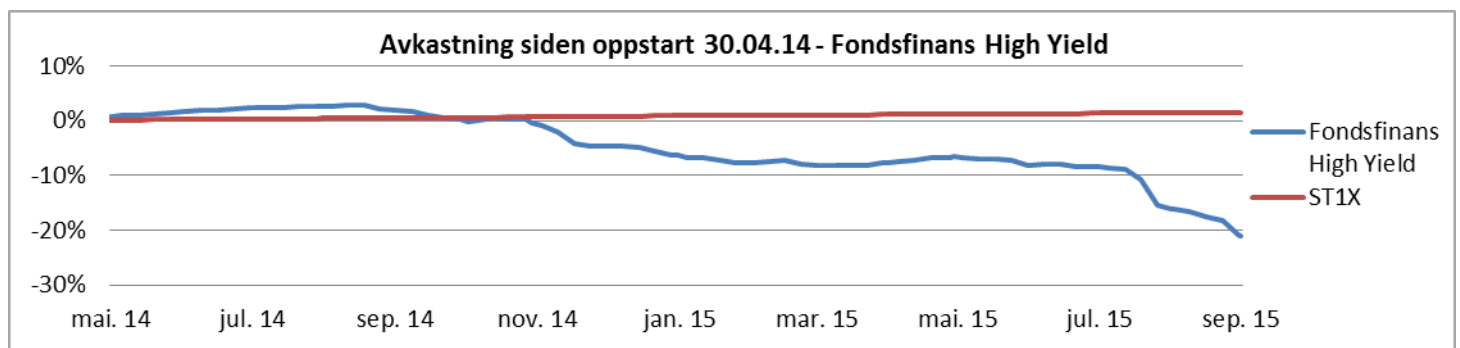
(40,4% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 9 484,58**

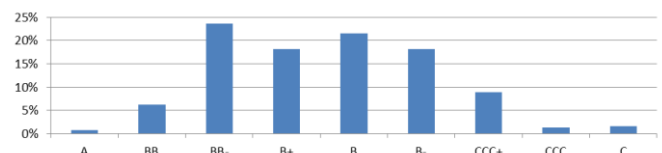
**Fondsfinans High Yield var i september ned med -5,77%, og har hittil i år falt med -17,14%.** DnB High yield indeks (BB+ og lavere rating) var siste måned ned med -3,2%, og indeksen har hittil i år falt med -4,4%. Fondsfinans High Yield er et rendyrket høyrentefond med et rent B mandat for risikovillige profesjonelle investorer. Fondet ble satt opp i samarbeid med én eier. I dag er det kun tre profesjonelle og langsiktige investorer, og vi har ikke aktivt markedsført fondet. Mandatet er ikke blitt endret siden fondets etablering i april 2014. Fondet er sterkt eksponert mot olje- og offshorenæringen. Fondet inkluderte to nye selskaper i porteføljen i september, danske LM Group Holding AS. Selskapet, som har historie tilbake til 1940, er verdensledende på produksjon av vindmølleblader. Global tilstedeværelse, konkurransedyktig kostnadsstruktur og lav belåningsgraden er blant de positive kredittfaktorene. DOF Subsea ble også inkludert i porteføljen. Verdsettelsen av Fondsfinans High Yield er blitt sterkt påvirket av de økte markedsmessige kreditt- og likviditetspremiene den siste tiden. Ved utløpet av måneden var fondet investert i **44 utstedere, og gjennomsnittlig løpende rente etter forvaltningshonorar var 20,99%.** Gjennomsnittlig kupong for obligasjonene i porteføljen var til sammenligning 6,8 %. **Gjennomsnittlig rentedurasjon var 0,58 år og gjennomsnittlig kredittdurasjon var 2,4 år. Gjennomsnittlig kredittrating var B.** Risikoen i Fondsfinans High Yield vil kunne være betydelige høyere enn i Fondsfinans Kreditt i samsvar med fondenes vedtekter. Dette avspeiler seg også i investeringenes kredittrating og i nivået for markedsmessig gjennomsnittlig løpende rente.



#### Avkastning

| Fondsfinans High Yield  | Fra oppstart | September | Hittil i år |
|-------------------------|--------------|-----------|-------------|
| % Avkastning Portefølje | -20,94       | -5,78     | -17,14      |
| Indeks (ST1X)           | 1,53         | 0,12      | 0,65        |

#### Porteføljens risikofordeling

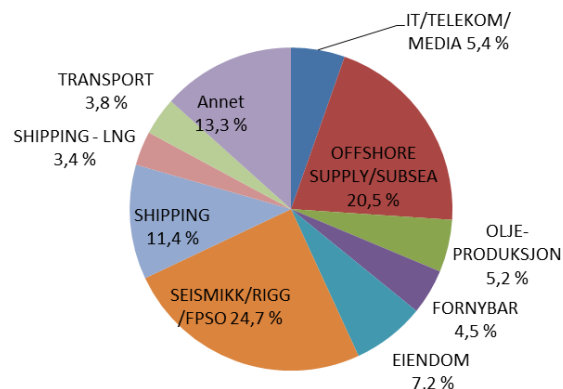


#### Våre 10 største investeringer:

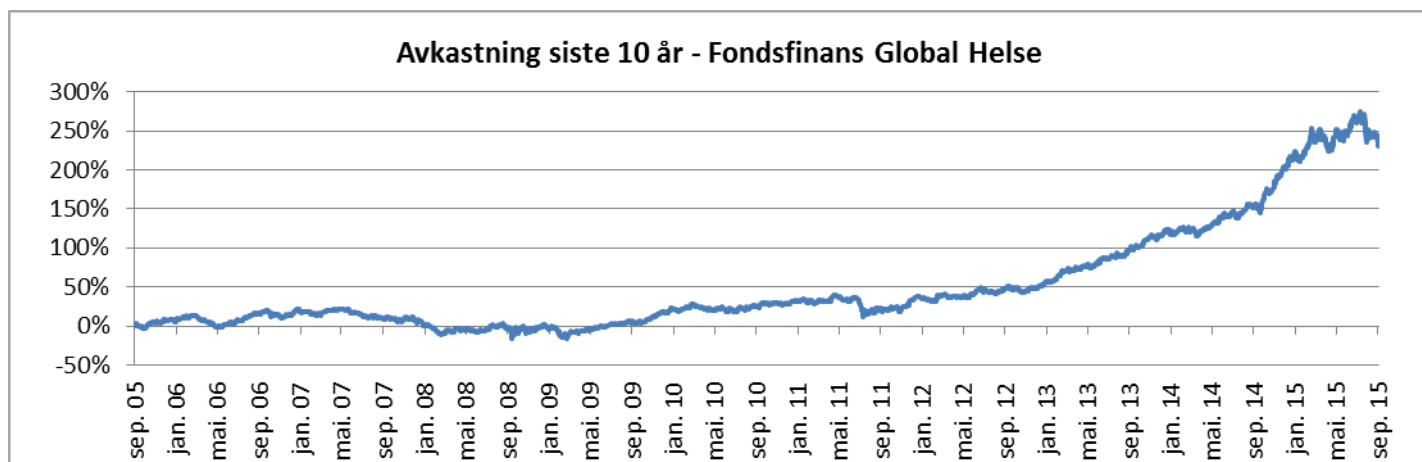
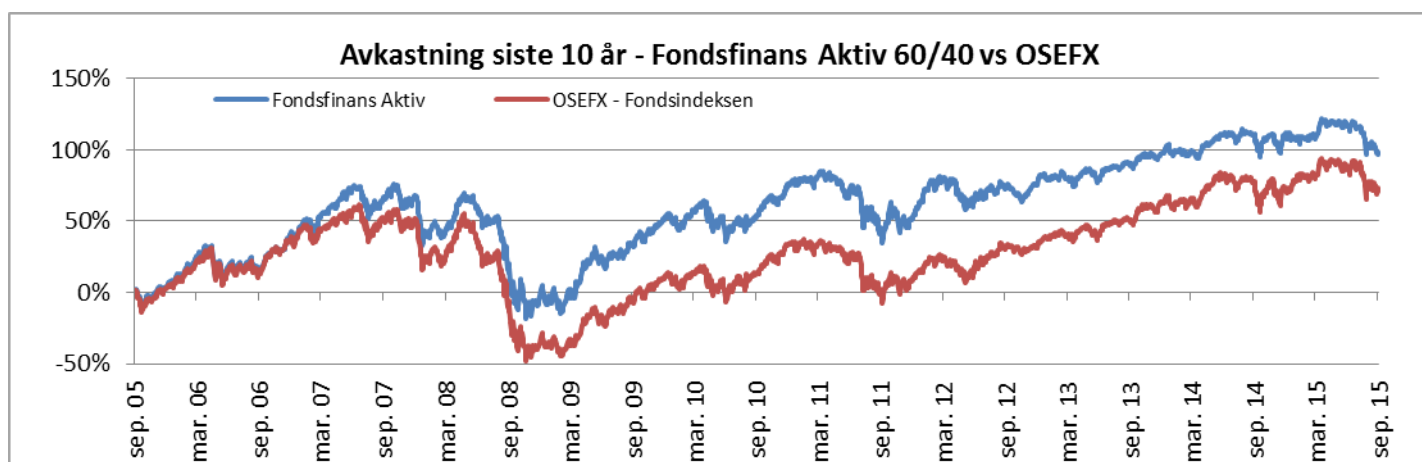
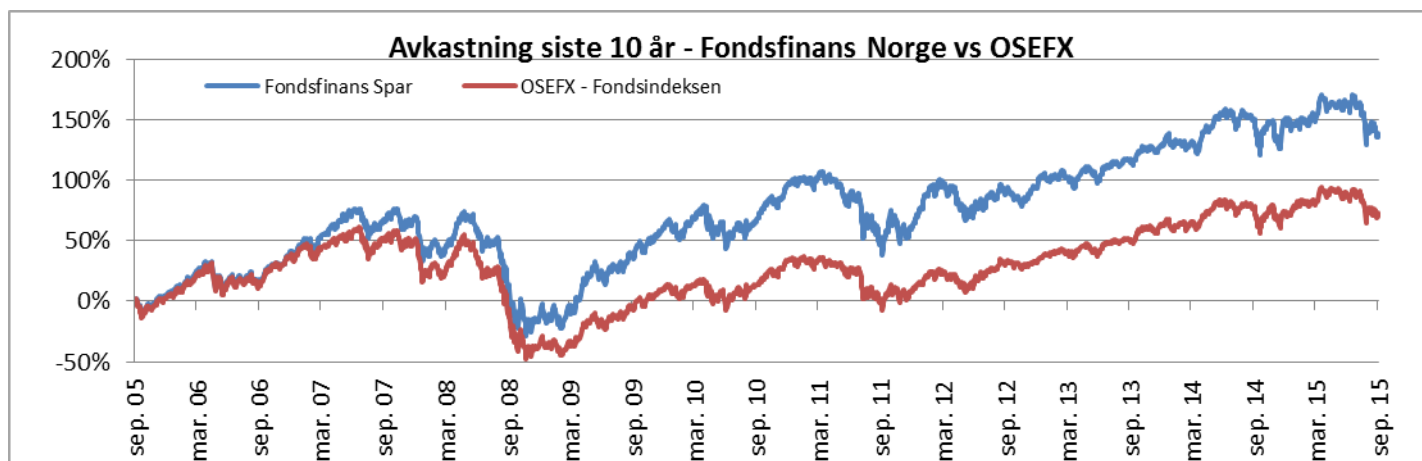
|                        |       |
|------------------------|-------|
| Volstad Shipping       | 4,1 % |
| Rec Silicon            | 4,1 % |
| Siem Offshore          | 4,0 % |
| Sadrill                | 4,0 % |
| Det Norske Oljeselskap | 3,9 % |
| Borgestad              | 3,8 % |
| Fjordline              | 3,8 % |
| PGS                    | 3,7 % |
| E Forland              | 3,7 % |
| Odfjell                | 3,6 % |

(38,7% av porteføljen)

#### Fordeling på undergrupper:



**Andelsverdi: 7 734,53**



Kilde: Bloomberg